02. Mai 2023
Research-Studie

SMC Research
Small and Mid Cap Research

Platz 1 Europe Industrials (2018)
Platz 2 German Software & IT (2018)
Platz 1 German Software & IT (2017)
Mehrfacher Gewinner der renommierten Refinitiv Analyst Awards

3U Holding AG

Überzeugende Perspektiven auch ohne weclapp

Urteil: Buy (unverändert) | **Kurs:** 5,44 € | **Kursziel:** 6,20 € (zuvor: 5,70 €)

Analyst: Dipl.-Volksw. Dr. Adam Jakubowski
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Telefon: +49 (0) 251-13476-93
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis 2
Snapshot 3
Executive Summary 4
SWOT-Analyse 5
Profil 6
ITK-Segment 9
Erneuerbare Energien 11
SHK-Segment 12
Marktumfeld 14
Strategie 18
Finanzen 20
Equity-Story 24
DCF-Bewertung 27
Fazit 31
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose 32
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen 33
Impressum & Disclaimer 34

Snapshot

Stammdaten

Sitz:	Marburg
Branche:	Software / E-Commerce
Mitarbeiter:	128
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0005167902
Ticker:	UUU:GR
Kurs:	5,44 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienanzahl:	36,7 Mio. Stück
Market-Cap:	199,6 Mio. Euro
Enterprise Value:	30,2 Mio. Euro
Freefloat:	69,9 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	5,86 / 2,06 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	263,3 Tsd. / Tag

Kurzportrait

Die 3U Holding hat ein spektakuläres Jahr hinter sich. Durch den Verkauf des weclapp-Teilkonzerns, der bis dato wachstumsstärksten Einheit der Gruppe, wurde ein sehr hoher Gewinn erzielt, der sowohl die jährlichen Erlöse des gesamten 3U-Konzerns als auch dessen Marktkapitalisierung zum Verkaufszeitpunkt deutlich überstieg. Der letztjährige Jahresüberschuss und der Cashflow erreichten infolgedessen Werte weit oberhalb des Durchschnittsniveaus der Vorjahre: der Gewinn erhöhte sich um 5.350 Prozent von 2,9 auf 159,0 Mio. Euro und der Free-Cashflow drehte von -23 auf +164 Mio. Euro ins Plus. Nach diesem enormen Kapitalzufluss verfügt 3U auch nach Abzug der angekündigten Rekorddividende von 3,20 Euro über eine exzellente Ausstattung, um das künftige Wachstum mit neuen Engagements zu finanzieren. Doch unseres Erachtens bietet bereits das bestehende Portfolio, das 3U in die drei Segmente ITK, Erneuerbare Energien und SHK gliedert und das bisher im Schatten von weclapp gestanden hatte, gute Chancen für stark steigende Umsätze und Erträge. Wir haben diese Potenziale in unserem Bewertungsmodell abgebildet und sehen den fairen Wert der 3U-Aktie derzeit bei 6,20 Euro je Aktie (bzw. 3,00 Euro ex-Dividende).

GJ-Ende: 31.12.	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz (Mio. Euro)	61,1	55,9	62,7	59,1	63,4	74,6
EBIT (Mio. Euro)	5,9	6,8	161,1	2,6	1,2	5,3
Jahresüberschuss	3,3	2,9	159,0	3,0	1,5	2,9
EpS	0,09	0,08	4,33	0,08	0,04	0,08
Dividende je Aktie	0,05	0,05	3,20	0,10	0,10	0,09
Umsatzwachstum	18,7%	-8,4%	12,0%	-5,6%	7,1%	17,8%
Gewinnwachstum	-20,2%	-10,7%	5350,4%	-98,1%	-48,7%	87,9%
KUV	3,27	3,57	3,19	3,38	3,15	2,67
KGV	61,1	68,4	1,3	66,3	129,2	68,8
KCF	41,8	-	12,1	29,0	36,8	22,9
EV / EBIT	5,1	4,5	0,2	11,8	24,3	5,7
Dividendenrendite	0,9%	0,9%	58,8%	1,8%	1,8%	1,7%

Executive Summary

- **Beteiligungsholding mit drei Segmenten:** Bei der 3U Holding handelt es sich um eine Beteiligungsholding mit derzeit rund 25 Unternehmen, die in den drei Geschäftssegmenten ITK (Informations- und Telekommunikationstechnik), Erneuerbare Energien sowie SHK (Sanitär-, Heizungs- und Klimatechnik) aktiv sind. Darüber hinaus werden auf der Holding-Ebene Erträge mit dem Ankauf und der Veräußerung von Vermögenswerten wie Beteiligungen oder Immobilien generiert.

- **Spektakulärer Erfolg mit weclapp:** Eine solche Transaktion wurde letztes Jahr mit einem spektakulären Erfolg vollzogen. Mit dem Verkauf sämtlicher Anteile an dem Softwarehersteller weclapp, den 3U seit dessen Gründung aufgebaut hat und in den im Laufe der Jahre rund 21 Mio. Euro investiert wurden, konnten 161,6 Mio. Euro erlöst werden, woraus sich ein Gewinn von 141 Mio. Euro bzw. knapp 680 Prozent des eingesetzten Kapitals ergibt.

- **Starker Track-Record:** Doch auch abseits des aufsehenerregenden weclapp-Deals war die 3U-Performance in den letzten Jahren überzeugend. So konnte der Umsatz zwischen 2016 und 2022 um über 40 Prozent auf 62,7 Mio. Euro gesteigert werden. Auch das EBIT hat sich – mit nur einer Unterbrechung – kontinuierlich erhöht, so dass im Durchschnitt der Jahre 2019 bis 2021 (2022 war wegen weclapp ohnehin in einer anderen Dimension) die EBIT-Marge bereits im zweistelligen Bereich lag. Dabei profitierte das Ergebnis immer wieder von lukrativen Asset-Verkäufen, die in den letzten Jahren kumuliert (ohne weclapp) über 15 Mio. Euro zum Gewinn beigetragen haben.

- **Qualitätsführer im E-Commerce:** Die größte Beteiligung im aktuellen Portfolio und der zentrale Wachstumsschwerpunkt ist die E-Commerce-Tochter Selfio, die ein wachsendes Sortiment an SHK-Produkten an Heimwerker und Bauherren vertreibt. Im Wettbewerb punktet Selfio mit einer Kombination aus attraktiven Preisen, einer hohen Beratungsqualität und einer ausgefeilten Content-Marketing-Strategie.

- **Großes Repowering-Potenzial:** Das profitabelste Segment ist der Bereich Erneuerbare Energien, in dem 3U drei Windparks und einen Solarpark betreibt und von der wachsenden Nachfrage nach regenerativer Energie profitiert. Ein großes Wachstumspotenzial verspricht hier das Repowering der Windparks, was rechtlich allerdings bisher nur für einen Teil möglich ist. Dort ist die Planung aber bereits weit fortgeschritten und verspricht ab 2025 eine Verdreifachung der jährlichen Stromproduktion.

- **Exzellente Bilanz:** Nach dem weclapp-Verkauf weist die Bilanz sehr hohe Eigenkapital- und Liquiditätspositionen aus. Diese dürften selbst nach Auszahlung der angekündigten Dividende von 3,20 Euro je Aktie nach unseren Berechnungen jeweils deutlich mehr als die Hälfte der Bilanzsumme ausmachen und bieten damit einen sehr großen Spielraum für den geplanten Akquisitionskurs.

- **Attraktive Bewertung:** Obwohl wir die Wertpotenziale der angedachten Zukäufe in unserem Modell nicht berücksichtigt und lediglich die organische Weiterentwicklung des bestehenden Portfolios abgebildet haben, sehen wir für die 3U-Aktie ein signifikantes Kurspotenzial bis 6,20 Euro. Auch sprechen das erfahrene Management, der überzeugende Track-Record und die exzellenten Bilanzwerte für die Aktie, weswegen wir das Urteil „Buy“ bestätigen.

SWOT-Analyse

Stärken

- Seit 2016 ist der 3U-Konzern profitabel, seit 2017 sind die Erlöse organisch jedes Jahr gewachsen.
- Mit dem weclapp-Verkauf wurde ein großes Engagement mit einem sehr hohen Gewinn weit über den Markterwartungen abgeschlossen.
- Damit wurde die lange Reihe erfolgreich beendeter Investments fortgeführt.
- Das letzte Jahr wurde mit einem sehr hohen Gewinn von 159 Mio. Euro abgeschlossen.
- Mit dem Abschluss attraktiver Stromlieferverträge ist das Segment Erneuerbare Energien auch für die Zukunft sehr solide aufgestellt.
- Nach dem weclapp-Verkauf verfügt 3U über eine exzellente Bilanz mit einer sehr hohen Nettoliquidität.

Schwächen

- Die Margen im E-Commerce-Bereich sind sehr niedrig, trotz der erzielten Fortschritte arbeitet das SHK-Segment auf EBIT-Basis noch defizitär.
- Der Anteil der Wiederholungskäufe ist bei Selfio geschäftsmodellbedingt noch sehr gering.
- Nachteilige Witterungsverhältnisse können Erträge im Segment Erneuerbare Energien, dessen Bedeutung für die Konzernzahlen nach dem weclapp-Verkauf zugenommen hat, schmälern.
- Mit dem Verkauf von weclapp entfallt das Hauptelement der bisherigen Wachstumsstory. Neue Schwerpunkte müssen erst noch herausgebildet und auch im Markt stärker präsentiert werden.
- Das Telefoniegeschäft, noch der größte Teil des ITK-Segments, ist wachstumsschwach.

Chancen

- Aus dem letztjährigen Rekordgewinn soll eine Dividende von 3,20 Euro je Aktie ausgeschüttet werden, was aktuell einer Dividendenrendite von über 59 Prozent entspricht.
- Selfio dürfte weiter vom Trend zum E-Commerce profitieren, auch die ITK-Aktivitäten zielen auf einen attraktiven Markt.
- Das Wachstum soll zusätzlich durch Akquisitionen beschleunigt werden, wofür nun ungeachtet der hohen Ausschüttung ein sehr großes Kapitalpolster vorhanden ist.
- Das Repowering der Windparks verspricht weiteres Ertragspotenzial.
- Nach dem Ende des brandenburgischen Moratoriums für Windenergieanlagen könnte das Projektportfolio von 3U – zumindest teilweise – doch noch erfolgreich weiterentwickelt werden.

Risiken

- Die Bemühungen um eine Verbesserung der Profitabilität bei Selfio könnten angesichts des intensiven Preiswettbewerbs im Online-Handel scheitern.
- Die Nachfrageabschwächung, die Selfio im vierten Quartal gespürt hat, könnte anhalten oder sich gar verschärfen. Auch könnten die letztjährigen Lieferengpässe weiter anhalten.
- Das geplante starke Wachstum im Bereich Managed Services könnte hinter den Erwartungen bleiben.
- Die Abschöpfung der überdurchschnittlichen Stromerträge könnte länger fortgesetzt werden.
- Der geplante Akquisitionskurs birgt erfahrungsgemäß Risiken wie die Fehleinschätzung eines Targets oder Integrationsprobleme.
- Der hohe Reinvestitionsdruck könnte die Risiken von Akquisitionen noch zusätzlich erhöhen.

Profil

Aktive Beteiligungsgesellschaft

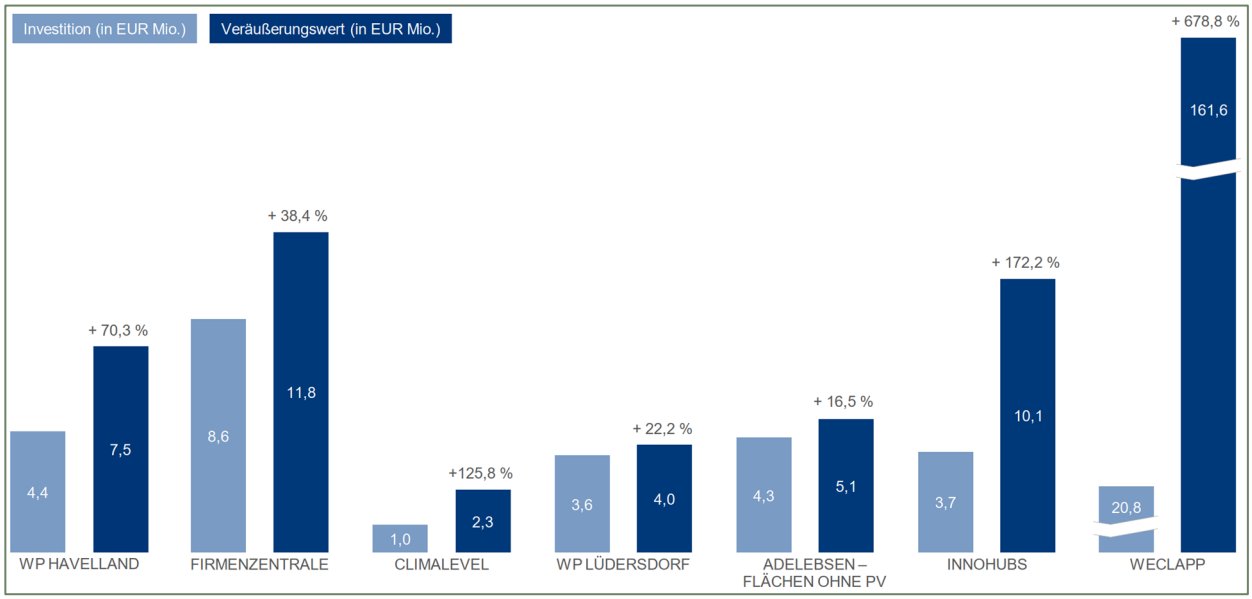
Bei der 3U Holding AG aus Marburg handelt es sich um eine operative Management- und Beteiligungsholding, die 1997 als ein Telekommunikationsanbieter gegründet und 1999 an der Börse eingeführt wurde; die Aktie notiert im Prime Standard. Das aktuelle Portfolio umfasst 24 Unternehmen, die in den drei Geschäftssegmenten ITK (Informations- und Telekommunikationstechnik), Erneuerbare Energien sowie SHK (Sanitär-, Heizungs- und Klimatechnik) geführt werden. Vervollständigt wird das Bild durch die Aktivitäten der Holding, die neben der Unterstützung der Töchter auch im Ankauf, der Entwicklung und dem Weiterverkauf von Assets tätig ist. Dies kann Unternehmensbeteiligungen, Windparks und Immobilien betreffen und sorgt regelmäßig für hohe Erträge abseits der operativen Segmente.

Exzellenter Track-Record

Unter anderem hat sich 3U in den letzten Jahren bei sich bietenden Gelegenheiten wiederholt – und sehr erfolgreich – im Immobilienbereich engagiert. Das erfolgreichste Immobilienprojekt wurde 2022 mit einem Gewinn von 6,4 Mio. Euro bzw. 172 Prozent auf die investierte Summe abgeschlossen. Unter dem Namen InnoHubs wurde hierbei ein Gebäudekomplex mit 14,5 Tsd. qm in unmittelbarer Nachbarschaft zur Uni Würzburg errichtet und kurz vor der baulichen Fertigstellung verkauft. Darüber hinaus hat 3U in den letzten Jahren eine Grundstückfläche und die eigene Firmenzentrale in Marburg, eine Beteiligung und zwei Windparks mit Gewinnen zwischen 17 und 126 Prozent verkauft (siehe Abbildung).

weclapp-Deal in neuer Dimension

Doch sowohl das Volumen als auch der dabei erzielte Gewinn all dieser Transaktionen wurden von dem letztes Jahr erfolgreich vollzogenen Exit bei dem Softwarehersteller weclapp weit in den Schatten gestellt, bei dem 3U auf das eingesetzte Kapital von 20,8 Mio. Euro einen Gewinn von 140,8 Mio. Euro erzielt hat. Bei weclapp handelt es sich um den Anbieter einer cloudbasierten ERP-Plattform, den 3U seit der Gründung vor 15 Jahren begleitet hat und der zwischen dem Marktstart 2013 und 2021 mit einer CAGR von fast 100 Prozent gewachsen ist.



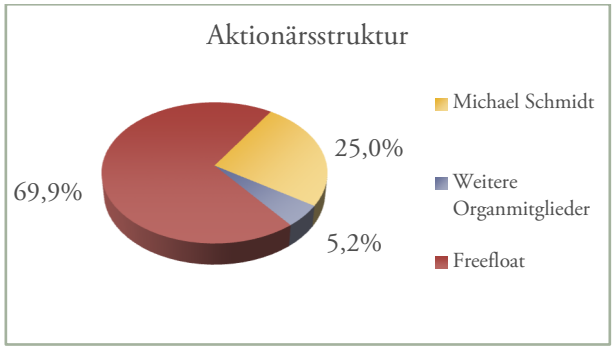
Quelle: Unternehmen

Kontinuität in der Führung

Der Verkauf von weclapp hat 2022 nicht nur für einen sehr hohen Gewinn, an dem 3U seine Aktionäre mit einer hohen Ausschüttung von 3,20 Euro teilhaben lassen will, sondern auch für einen tiefgreifenden Wandel der Konzernstruktur gesorgt. So hat sich die Zahl der Mitarbeiter von 277 Ende 2021 (gezählt als Vollzeitäquivalente) auf 128 reduziert. Hiervon arbeiten 27 für die Holding, wo das Beteiligungsgeschäft sowie zentrale Konzernaufgaben (Recht, Personal, Finanzen) angesiedelt sind. Die meisten Mitarbeiter (60) beschäftigt das Segment SHK, gefolgt von ITK (39), während die laufenden Aktivitäten der Sparte Erneuerbare Energien mit lediglich zwei Beschäftigten auskommen. Nach dem letztjährigen, gesundheitsbedingten Ausscheiden des Gründers und langjährigen Vorstandschefs Michael Schmidt, der anschließend in den Aufsichtsrat gewechselt ist, agiert der aktuelle Vorstand als Kollegialorgan, in dem die drei Mitglieder Uwe Knoke (Strategie und Geschäftsentwicklung), Christoph Hellrung (Finanzen) und Andreas Odenbreit (Personal und Recht) gleichberechtigt sind. Alle drei Vorstände sind bereits seit über zehn Jahren in Führungspositionen des Konzerns tätig.

Breiter Freefloat

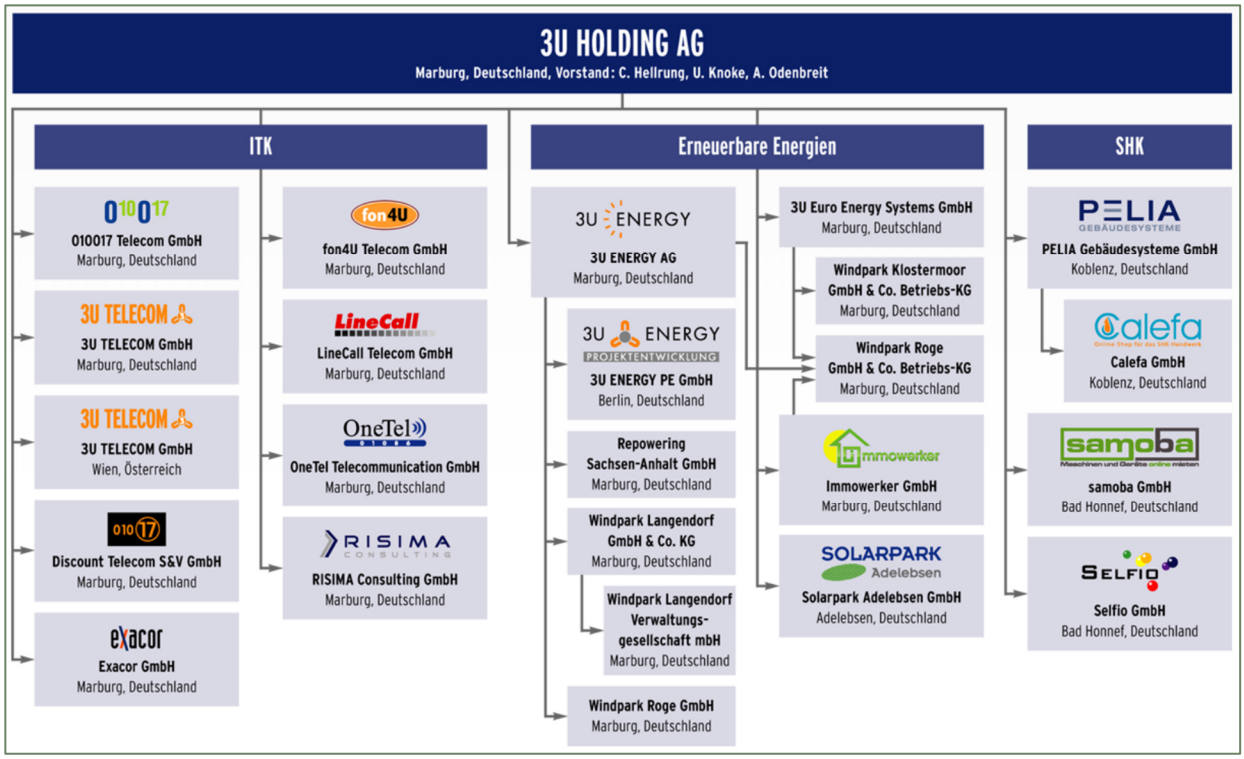
Eine prägende Rolle hat Michael Schmidt auch als größter Einzelaktionär der Gesellschaft, dessen Anteil sich derzeit auf 25,0 Prozent beläuft. Die übrigen Organmitglieder halten kumuliert rund 5 Prozent der Aktien. Der Rest (69,9 Prozent) ist breit gestreut.



Quelle: Unternehmen (Stand: 31.03.2023)

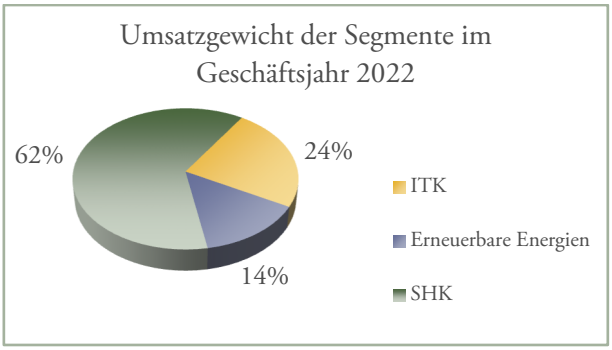
Drei Segmente

Die operativen Aktivitäten sind in über 20 Tochtergesellschaften angesiedelt, die sich mit wenigen Ausnahmen komplett im Besitz des 3U-Konzerns befinden und in drei Segmenten geführt werden (siehe



Quelle: Unternehmen

Übersicht). Den Ursprung und die Keimzelle der Gruppe bildet das Segment ITK, das im letzten Jahr 12,1 Mio. Euro und damit 24 Prozent der fortgeführten Konzernumsätze (ohne weclapp) erzielte. Das kleinste Segment ist der Bereich Erneuerbare Energien, welches mit einem Jahresumsatz von 7,2 Mio. Euro 2022 14 Prozent zu den Konzernerlösen beigetragen hat. Umsatzseitig dominiert wird der 3U-Konzer seit dem weclapp-Verkauf eindeutig von dem Segment SHK (Sanitär-, Heizungs- und Klimatechnik), dessen letztjähriger Umsatz in Höhe von 31,5 Mio. Euro deutlich höher als die Summe der anderen Sparten war und über 60 Prozent der fortgeführten Konzernerlöse ausmachte. Eine genauere Beschreibung der drei Segmente folgt in den anschließenden Kapiteln.



Quelle: Unternehmen; vor Konsolidierung, ohne weclapp

ITK-Segment

Schrumpfendes Altgeschäft

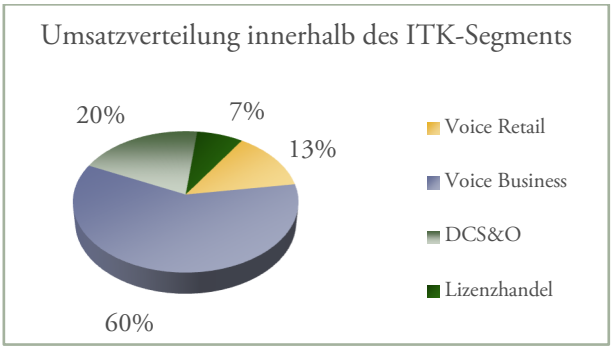
Das Geschäft, mit dem 3U Ende der neunziger Jahre gestartet war, wird heute als Voice Retail geführt. Es umfasst Call-by-Call- und Preselection-Telefonie im Festnetz im Endkundenbereich und trägt derzeit noch 1,6 Mio. Euro zum Umsatz bei. Das sind rund 3 Prozent der gesamten Konzernerlöse bzw. 13 Prozent der Umsätze des ITK-Segments. Dieses Geschäft, das sich aktuell vor allem auf Auslandsgespräche konzentriert, schrumpft seit Jahren, was lediglich 2020 Corona-bedingt unterbrochen wurde. In Summe der Jahre seit 2018 sind die Erlöse hier um mehr als ein Drittel gefallen. Ein weiterer Rückgang ist zu erwarten, zumal die freiwillige Vereinbarung zwischen der Deutschen Telekom und den Wettbewerbern, welche die Basis dieses Geschäftsmodells darstellt, bis Ende 2024 befristet ist.

Stabiles Kerngeschäft

Wesentlich größer und stabiler ist das Telefoniegeschäft mit Business-Kunden (Voice Business), in dessen Rahmen 3U vor allem seine Infrastruktur für andere Telekommunikationsunternehmen aus dem In- und Ausland (Terminierung, also Durchleitung und Adressierung) sowie Mehrwertdienste vermarktet und mit dem im letzten Jahr 7,2 Mio. Euro umgesetzt wurden. Dies war zwar etwas weniger als ein Jahr zuvor (was vor allem auf niedrigere Durchleitungsgebühren zurückzuführen war), bei längerfristiger Betrachtung ist dieser Geschäftsbereich aber moderat wachsend.

Wachstum mit Rechenzentren

Starkes Wachstum konnte in dem Segment ITK in den letzten Jahren in dem Bereich DCS&O (Data Center Services & Operation) erzielt werden, dessen letztjähriger Umsatz von 2,4 Mio. Euro um 18 Prozent über Vorjahr und sogar um 41 Prozent über dem Niveau aus 2018 lag. Der externe Umsatz dieses Bereiches konnte 2022 sogar um mehr als die Hälfte gesteigert werden. Kern des Angebotes ist hier die physische Server-Stellfläche in den drei eigenen Rechenzentren in Marburg, Hannover und Berlin (Colocation), darüber hinaus werden im steigenden Ausmaß auch virtuelle Server auf eigener Hardware vermarktet. Das Angebot reicht bis zum Betrieb und der laufenden Betreuung von IT-Landschaften (Infrastructure as a Service (IaaS).



Quelle: Unternehmen (ohne weclapp)

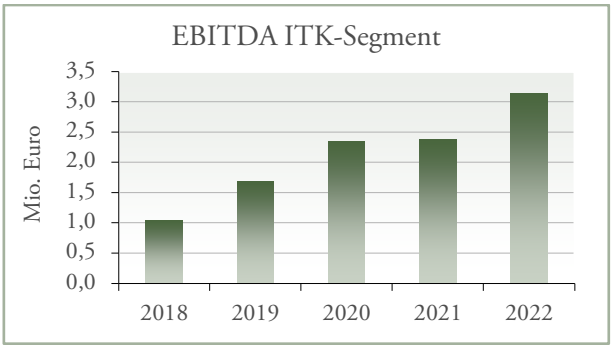
Hoffnungsträger Managed Services

Als konsequente Weiterentwicklung wurde im letzten Jahr der Bereich Managed Services in den Markt eingeführt. 3U positioniert sich hierbei als Digitalisierungspartner vor allem für kleinere Unternehmen und übernimmt als solcher die Bereitstellung und den Betrieb der gesamten IT-Infrastruktur. Neben der Server-Infrastruktur umfasst dies Aufgaben wie Private und Public Cloud, Sicherheit, Netzwerke und nicht zuletzt Desktop-Lösungen für die Computer-Arbeitsplätze des Kunden. Noch ist das neue Geschäftsfeld klein, weswegen es für 2022 nicht separat, sondern als Bestandteil von DCS&O ausgewiesen wurde, doch 3U berichtet von einem guten Marktstart und von einem großen Kundeninteresse. Unter anderem konnte im Sommer 2022 ein Auftrag des Systemhauses Portal Systems AG gemeldet werden.

Gute Profitabilität

Obwohl die Umsatzentwicklung des fortgeführten (also ohne weclapp) ITK-Segments, zu dem auch Ver-

trieb und Consulting im Umfeld eines fremden Softwareprodukts für Dokumentensicherheit und -integrität (Umsatzbeitrag: 0,9 Mio. Euro) gehören, in den letzten Jahren in Summe sehr verhalten gewesen ist (ein kumuliertes Plus von 2,9 Prozent zwischen 2018 und 2022), konnte die Ergebnissituation erheblich verbessert werden. Vor allem durch die Verschiebung der Umsatzgewichte in Richtung rentablerer Aktivtäten wurde das Segment-EBITDA seit 2018 auf 2,8 Mio. Euro fast verdreifacht, womit 2022 eine beachtliche EBITDA-Marge von 26 Prozent erreicht werden konnte (vor Konsolidierung).



Quelle: Unternehmen

Erneuerbare Energien

Hochprofitables Geschäft

Noch deutlich profitabler ist das Segment Erneuerbare Energien, dessen EBITDA-Marge im Durchschnitt der letzten fünf Jahre bei knapp 70 Prozent gelegen hat. Selbst nach Abschreibungen, Zinsen und Steuern wurde hier durchschnittlich eine Marge von knapp 11 Prozent erwirtschaftet.

Drei Windparks und ein Solarpark

Basis dieser Erträge sind Stromerzeugungskapazitäten in Höhe von 53 MW (bzw. MWp). Hiervon entfallen 10,1 MWp auf einen Solarpark aus insgesamt 44.100 Solarmodulen (davon 90 Prozent Freifläche und 10 Prozent Dachfläche), der in Adelebsen in der Nähe von Göttingen gelegen ist und für den noch bis 2032 eine garantierte Einspeisevergütung nach EEG besteht. Das Gros der Kapazität und damit auch der Erzeugung steuern aber die drei älteren Windparks in Niedersachsen, Sachsen-Anhalt und Mecklenburg-Vorpommern bei, die allesamt schon aus der EEG-Förderung entwachsen sind. Da sie aber technisch noch im guten Zustand sind, hohe Werte für die technische Verfügbarkeit aufweisen und im aktuellen Umfeld zu attraktiven Konditionen Strom vermarkten können, ist der Weiterbetrieb derzeit hochprofitabel. Dies umso mehr, als die entsprechenden Darlehen bereits getilgt und die Bilanzwerte weitgehend abgeschrieben sind.

Umfangreiches Repowering geplant

Gleichwohl bietet das hohe Alter der Windparks ein sehr großes Zusatzpotenzial durch Repowering, welches 3U zunächst am Standort des größten Windparks in Langendorf in Sachsen-Anhalt realisieren will. Dort sollen, bei planmäßiger Genehmigung und bei einem planmäßigen Projektablauf, ab dem zweiten Quartal 2025 fünf neue und deutlich größere Windräder sieben der aktuell 15 aktiven Anlagen ersetzen, wodurch sich die Kapazität von derzeit 22,5 auf 43 MW fast verdoppeln und der erwartete Stromertrag auf 108.000 MWh verdreifachen würde.

Mehrere Windparkprojekte

Der Ersatz der übrigen acht Altanlagen in Langendorf wäre wirtschaftlich ebenfalls vorteilhaft, ist derzeit allerdings rechtlich nicht möglich, weil sich diese nicht in einem Windvorranggebiet befinden. Sollte sich die Rechtslage ändern, was angesichts der politischen Ausbauziele bezüglich der Erneuerbaren Energien nicht unwahrscheinlich ist, würde 3U auch diese ersetzen. Dasselbe gilt für das Repowering der beiden anderen Windparks wie auch für mehrere Windparkprojekte, die sich seit längerem im 3U-Portfolio befinden, aufgrund der schwierigen Rahmenbedingungen aber seit Anfang 2019 nicht mehr verfolgt wurden. 2022 hat 3U das Projektportfolio einer erneuten Prüfung unterzogen und einige Vorhaben bilanziell bereinigt (was das letztjährige Segmentergebnis belastet hat), für die anderen aber nun wieder eine höhere Umsetzungswahrscheinlichkeit identifiziert und die Projektentwicklung reaktiviert. Grundsätzlich bietet das Projektportfolio nach Unternehmensangaben Potenzial für weitere 85 bis 100 MW, wobei die Realisierung frühestens für die zweite Hälfte des Jahrzehnts zu erwarten ist.

SHK-Segment

Onlinehandel mit SHK-Produkten

Das SHK-Segment besteht im Wesentlichen aus zwei Gesellschaften, die beide im Onlinehandel mit (teilweise eigenen) SHK-Produkten tätig sind. Hiervon ist die PELIA Gebäudesysteme GmbH vor allem als interner Einkaufs- und Logistikdienstleister aktiv. Dafür betreibt PELIA in Koblenz ein modernes Produktions- und Logistikzentrum, in dem auf einer Gesamtfläche von ca. 14.000 qm Produkte hergestellt, gelagert, konfektioniert und versendet werden. Das Geschäft mit externen Kunden bestand in früheren Jahren vor allem aus dem Großhandelsvertrieb von Produkten für Flächenheizung und Flächenkühlung, wozu auch ein selbst entwickeltes Trockenestrichsystem (ClimaTE 25) gehört. Inzwischen wird das PELIA-Sortiment aber erweitert und umfasst auch eine große Auswahl an weiteren Markenprodukten aus den Bereichen Klima, Lüftung, Sanitär und Solartechnik. Im letzten Jahr entfiel rund ein Viertel des externen Segmentumsatzes auf den B2B-Handel von PELIA, die im Wettbewerb nach eigenen Angaben vor allem mit einer guten Lieferfähigkeit und mit attraktiven Konditionen punktet.

Führender Onlinehändler

Die größte und vielversprechendste Gesellschaft nicht nur im Segment SHK, sondern auch im Konzern, ist die 2011 gegründete Selfio GmbH, die unter der gleichnamigen Internetadresse ein breites Spektrum an SHK-Systemen und -Produkten aus dem gesamten Gewerk der Sanitär-, Heizungs- und Klimatechnik vertreibt. Das Angebot, das zahlreiche Produkte namhafter Hersteller wie etwa Buderus, Wilo, Grundfos, Biral, Wolf oder Junkers umfasst, richtet sich vor allem an Privatkunden wie Heimwerker und Selberbauer (B2C), doch ein wachsender Anteil stammt aus dem gewerblichen Bereich. Insgesamt umfasst die Kundendatei über 200 Tsd. Einträge, wovon über 100 Tsd. im letzten Jahr aktiv waren.

Wachsendes Sortiment

Die wichtigsten Produkte im Selfio-Sortiment sind Fußbodenheizungen sowie Systeme für die Wasseraufbereitung und Lüftung. Zudem wurde das Angebot in den letzten Jahren beständig erweitert, inzwischen umfasst es eine breite Auswahl an Heizungssystemen (inkl. Solarthermie) unterschiedlicher Art, Pumpen, Rohsysteme und seit Neustem auch Photovoltaik-Balkonkraftwerke. Dabei setzt Selfio in mehreren Bereichen zunehmend auf Eigenmarken, um gleichermaßen die Stellung im Markt wie auch das Margenpotenzial zu verbessern. Als jüngste Initiative in diese Richtung wurde im März eine Patentanmeldung für sogenannte Heizzentralen eingereicht, deren Vermarktung Mitte des Jahres starten soll. Es handelt sich hierbei im Kern um Wärmepumpen, die zusammen mit den hydraulischen und elektrischen Elementen sowie mit der Steuerungstechnik vorkonfiguriert und vorgefertigt werden, wodurch der Planungs- und Montageaufwand laut 3U „drastisch gesenkt werden“ kann.

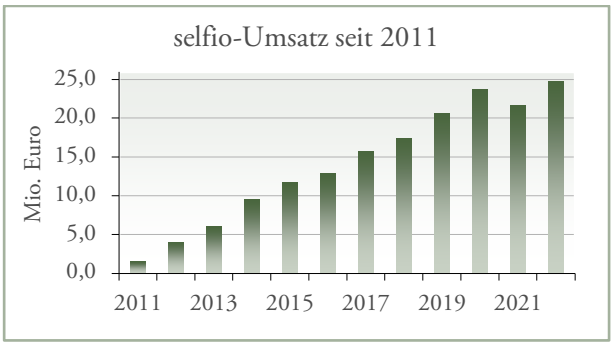
Hohe Beratungsqualität

Angesichts des beratungsintensiven Sortiments und der adressierten Zielgruppe punktet Selfio im Wettbewerb mit einer hohen Beratungsqualität. Für die Bereiche Fußbodenheizung, Heizung, Lüftung, Schornsteine und Solarthermie können die Kunden einen kostenlosen (Schnell-)Planungsservice in Anspruch nehmen. Darüber hinaus bietet das Unternehmen auch eine kostenlose Beratung zu den bestehenden staatlichen Förderprogrammen. Im letzten Jahr wurde das Beratungsangebot zudem um einen Online-Konfigurator für Fußbodenheizungen erweitert, der die Kunden durch den kompletten Planungsprozess begleitet und in einer vollständigen Einkaufsliste für ein gegebenes Projekt mündet. Die große Beratungskompetenz kommt zudem in einem breiten und vielfältigen Angebot an Anleitungen sowie Planungs- und Berechnungstools zum Ausdruck. Unter anderem verfügt die Seite über einen eigenen YouTube-Kanal

(Selfio TV), der aktuell knapp 150 professionell erstellte Videos mit Montage-Anleitungen und Tipps umfasst, über 16.000 Abonnenten verfügt und letztes Jahr ca. 1,9 Mio. Aufrufe verzeichnete.

Zahlreiche Auszeichnungen

Die Fokussierung auf ein inhaltlich und preislich attraktives Angebot, die Bemühungen um hohe Kundenfreundlichkeit und die Betonung der eigenen Beratungsqualität spiegeln sich in zahlreichen Auszeichnungen wider, die Selfio in den letzten Jahren erhalten hat. So wurde das Portal in einer jährlichen Verbraucherbefragung des Deutschen Instituts für Service-Qualität (DISQ) und des Nachrichtensenders n-tv vier Mal hintereinander (2017 bis 2020) zu den besten Online-Shops in Deutschland und zum Besten in der Kategorie Bauen & Heimwerken (ohne Filialnetz) auserkoren, seit 2017 trägt der Shop auch ununterbrochen das Top-Shop-Siegel, das von dem Statistik-Portal Statista und der Computerzeitschrift Computer Bild vergeben wird. Im Februar 2023 wurde Selfio im Rahmen einer auf Kundenbefragungen basierenden Bewertung durch die DtGV (Deutsche Gesellschaft für Verbraucherstudien mbH) sogar zweifach ausgezeichnet: In der Kategorie „Kundenzufriedenheit“ als Nummer eins unter den Online-Anbietern für Heiztechnik und beim „Preis-Leistungs-Verhältnis“ mit dem dritten Platz.



Quelle: Unternehmen

CAGR von 30 Prozent

Seit dem Start im Jahr 2011 hat Selfio ein hohes Wachstum verzeichnet, das sich im Durchschnitt auf fast 30 Prozent p.a. belaufen hat. Und das, obwohl das Jahr 2021 und der Beginn von 2022 von massiven Lieferproblemen als Folgen der Corona-Pandemie in der Branche belastet wurden, die das Wachstum stark gebremst haben. Im Jahresverlauf 2022 konnten diese Probleme aber größtenteils überwunden werden, was zusammen mit der Weitergabe der erhöhten Bezugskosten ein Umsatzwachstum um fast 15 Prozent auf 24,7 Mio. Euro ermöglichte, womit auch der vorherige Rekordwert aus 2020 (21,6 Mio. Euro) übertroffen wurde. Damit steuerte Selfio letztes Jahr fast die Hälfte zum Konzernumsatz aus fortgeführten Aktivitäten bei.

Niedrige Profitabilität

Anders als die beiden anderen Segmente, erwirtschaftet die SHK-Sparte noch negative Ergebnisbeiträge. Selfio selbst arbeitet zwar seit der Gründung auf der EBITDA-Ebene profitabel, doch noch ist die Profitabilität gering. Zusammengerechnet mit der Logistik, die von PELIA verantwortet wird, bewegte sich das Segmentergebnis beim EBITDA in den letzten Jahren um die Nulllinie, während auf der EBIT- und der Nettoebene noch durchgehend rote Zahlen geschrieben werden. Um das zu ändern, hat 3U in den letzten Jahren mehrere Maßnahmen umgesetzt, zu denen der Bau eines neuen Logistikzentrums in Koblenz, welches im Frühjahr 2021 bezogen wurde, und die Verbesserung diverser interner Prozesse gehörten.

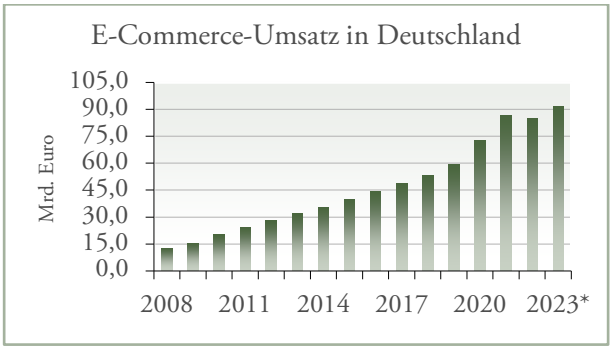
Cleveres Onlinemarketing

Auch wurden die Kundengewinnungskosten adressiert und dabei eine Fokussierung auf margenstärkere Vertriebskanäle zulasten der Präsenz auf großen Internet-Marktplätzen vollzogen. Dadurch hat sich zwar die Zahl der aktiven Kunden reduziert, doch gleichzeitig konnte die durchschnittliche Auftragshöhe pro Bestellung und pro Kunde deutlich gesteigert werden. Für eine optimale Mischung aus Kosten und Ertrag soll auch die starke Schwerpunktlegung auf Content-Marketing sorgen. Neben dem umfangreichen Angebot an Videos gehört dazu ein breiter Strom an suchmaschinenoptimierten Textinhalten, die auf zahlreichen Seiten im deutschsprachigen Internet ausgespielt werden. Wie bei den Anleitungs-Videos handelt es sich bei diesen Texten um keine explizite Werbung, sondern vor allem um hochwertige Beiträge zu einzelnen Fragestellungen des SHK-Bereiches, mit denen die eigene Beratungskompetenz transportiert wird.

Marktumfeld

Konzentration auf drei Märkte

Der strategischen Festlegung auf die drei Segmente ITK, Erneuerbare Energien und SHK folgend, liegt der Schwerpunkt dieses Kapitels auf den Märkten, die von den operativen Einheiten dieser Segmente adressiert werden. Damit betrachten wir auch die 3U Holding nicht als eine Beteiligungsholding mit den typischen Schwankungen des Beteiligungsmarktes, sondern als einen integrierten Konzern mit drei Wachstumsbereichen.



*Quelle: HDE; Online Monitor 2022; * Wert für 2022 und Prognose für 2023 laut Jahrespressekonferenz Januar 2023.*

Boom des Onlinehandels unterbrochen

Die größte Portfoliogesellschaft, die letztes Jahr fast die Hälfte zum fortgeführten Konzernumsatz beigesteuert hat, ist der Onlinehändler Selfio, der mit seinem Sortiment unter anderem unter dem Einfluss der deutschen Baukonjunktur und deren Auswirkungen auf das SHK-Handwerk steht. Der entscheidende Wachstumstreiber ist aber der starke Trend zum Onlinehandel. So haben sich nach Angaben des Einzelhandelsverbandes HDE die Online-Umsätze der deutschen Einzelhändler zwischen 2008 und 2022 fast versiebenfacht, auf zuletzt 85,0 Mrd. Euro. Damit wurden 2022 13,5 Prozent aller deutschen Einzelhandelsumsätze online erzielt. Dabei ist der deutsche Onlinehandel 2022 nach der rasanten Wachstumsbeschleunigung in den Corona-Jahren und infolge der Krise (Unsicherheit durch den Krieg, Inflation) zum ersten Mal geschrumpft. Nach Angaben des HDE gingen die Onlineumsätze nominal um 2 Prozent zurück, preisbereinigt betrug der Rückgang sogar 6,9 Prozent (Quelle: HDE: Jahrespressekonferenz Handelsverband Deutschland, Januar 2023). Für das laufende Jahr rechnet der HDE aber wieder mit der Rückkehr in den Wachstumsmodus und erwartet einen Anstieg der Onlineerlöse um 8 Prozent auf den neuen Rekordwert von 91,8 Mrd. Euro (die Hälfte des Anstiegs soll dabei auf Preiseffekte zurückgehen).

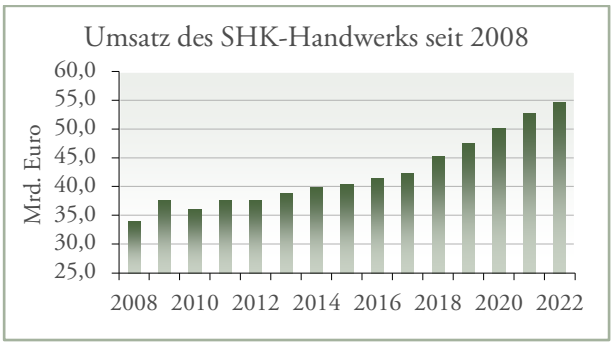
Nachholbedarf im Online-SHK-Handel

Besonders weit fortgeschritten ist der Wandel in den Branchen Fashion und Consumer Electronics/ Elektro, in denen inzwischen 46,5 Prozent resp. 44,0 Prozent der Umsätze online erzielt werden und auf die deswegen fast die Hälfte der gesamten Online-Umsätze entfällt. In dem für Selfio relevanten Marktsegment Heimwerken & Garten liegt der Online-Anteil hingegen erst bei 8,6 Prozent, gleichbedeutend mit 3,7 Mrd. Euro, die online erzielt werden. Allerdings gehörte das Segment in den Jahren 2013 bis 2021 zu den wachstumsstärksten Bereichen im E-Commerce und wurde lediglich von den Segmenten FMCG (deutlich) und Wohnen & Einrichten (knapp) übertroffen. Im Jahr 2021 selbst war der Zielmarkt von Selfio jedoch das am schwächsten wachsende Segment des Onlinehandels, was auf die Normalisierung und Sättigung nach der Corona-bedingten DIY-Sonderkonjunktur des Jahres 2020 zurückzuführen war. HDE-Daten für 2022 liegen noch nicht vor, doch grundsätzlich zeigt sich 3U davon überzeugt, dass sich die Nachfrageverschiebung zum Onlinehandel weiter mit hohem Tempo fortsetzen wird, und rechnet für den – enger gefassten – Online-SHK-Markt mit einem durchschnittlichen Umsatzwachstum von 10 Prozent bis 2032.

Baukonjunktur prägt die Nachfrage

Ungeachtet der Strukturverschiebung im SHK-Handel wird dessen Nachfrageseite auch von der Entwick-

lung der Baukonjunktur bestimmt. Neben den Neubauten spielen hierfür insbesondere Instandsetzungs- und Modernisierungsaktivitäten eine wichtige Rolle, bei denen üblicherweise ein hohes Gewicht auf die Erneuerung der SHK-Installationen gelegt wird. Ein guter Indikator für die im Markt vorherrschende Dynamik ist das Wachstum des entsprechenden Handwerksegments, das seit Jahren aufwärtsgerichtet ist. Das SHK-Handwerk verzeichnet seit 2013 kontinuierliches Wachstum und hat in dieser Zeit den Umsatz um über 40 Prozent gesteigert. Auch in den Corona-Jahren sowie 2022 wurde das nominelle Wachstum nach Angaben des Branchenverbandes ZVSHK fortgesetzt. Für Selfio ist allerdings auch zu beachten, dass das Unternehmen vor allem den Endkundenmarkt adressiert, der sich teilweise anders entwickelt als das Handwerk. So sorgten die Lockdowns für starke Impulse im Do-It-Yourself-Segment, weil viele Menschen die Zeit für Ausbau- oder Renovierungsprojekte genutzt haben. Auch der starke Inflationsschub im letzten Jahr dürfte die relative Attraktivität von Do-It-Yourself erhöht haben.



Quelle: ZVSHK

Sonderkonjunktur Heizung

Diese Einschätzung wird auch durch die Auswertungen des BHB (Handelsverband Heimwerken, Bauen und Garten) gestützt, der in seinem Bericht zum Geschäftsjahr 2022 für die Produktgruppe Sanitär/Heizung/Zubehör eine deutlich überdurchschnittliche Dynamik und ein Wachstum um 24,4 Prozent auf 2,2 Mrd. Euro konstatiert, während das Umsatzwachstum des SHK-Handwerks nach Einschätzung des ZVSHK bei knapp 4 Prozent gelegen haben dürfte. Sowohl das Handwerk als auch der Do-It-Yourself-Bereich haben letztes Jahr stark von den massiv gestiegenen Energiekosten profitiert, die viele Immobilienbesitzer zu Modernisierungsmaßnahmen bewogen haben. Hinzu kommt, dass der Heizungsbereich schon immer stark von solchen Aspekten wie Förderprogrammen oder Vorschriften zum Austausch von Heizungen bzw. zum Einbau von energieeffizienten Kühl- und Lüftungssystemen determiniert gewesen ist, weswegen der politisch forcierte Umbau der Wärmewirtschaft in Richtung CO2-Neutralität für einen großen Handlungsbedarf sorgt. So müssten u.a. jährlich 500.000 Wärmepumpen neu installiert werden, um die politischen Ziele zu erreichen.

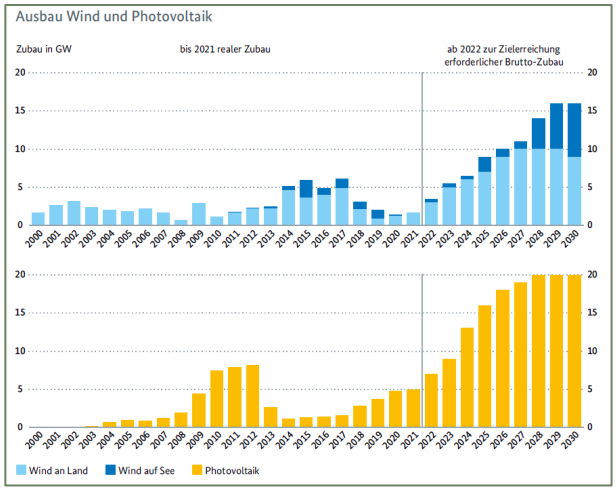
Politscher Rückenwind

Wie der Heizungsbereich, so dürfte auch der Ausbau der regenerativen Elektrizitätserzeugungskapazitäten in den nächsten Jahren massiv von den politischen Bestrebungen für mehr Klimaschutz profitieren. Deutschland, das seine Vorreiterrolle auf diesem Gebiet inzwischen eingebüßt hat, versucht mit den jüngsten Gesetzesänderungen eine Wiederbelebung der Ausbaudynamik und hat sich zum Ziel gesetzt, bis zum Jahr 2030 fossile Energieträger in der Stromerzeugung zu 80 Prozent und bis 2035 vollständig durch Erneuerbare Energien zu ersetzen. Hierfür wurden die gesetzlichen Voraussetzungen u.a. im Planungsrecht zuletzt verbessert, wobei eine wichtige Hürde noch der Ausweis geeigneter Flächen bleibt. So ist Deutschland von dem für das Jahr 2032 angestrebten 2,0 Prozent-Flächenziel derzeit noch weit entfernt, aktuell machen die als geeignet erklärten Gebiete im Bundesdurchschnitt nur 0,8 Prozent der Gesamtfläche aus, wovon nach Angaben der Bundesregierung sogar nur 0,5 Prozent tatsächlich nutzbar sind. Um den Flächenausweis zu beschleunigen, wurde mit dem „Windenergie-an-Land-Gesetz“ eine neue gesetzliche Grundlage geschaffen.

Hohe Ausbauziele

Mit der Anpassung des gesetzlichen Rahmens will Deutschland den jährlichen Zubau auf 22 GWp im Bereich Solar und auf 10 GW bei Windkraft an Land vervielfachen, so dass die Kapazität bis 2030 auf 215 GWp (Solar) und mehr als 115 GW (Wind) steigt (siehe folgende Abbildung). Welche Steigerung der Zubauleistung diese Ziele erfordern, verdeutlicht der

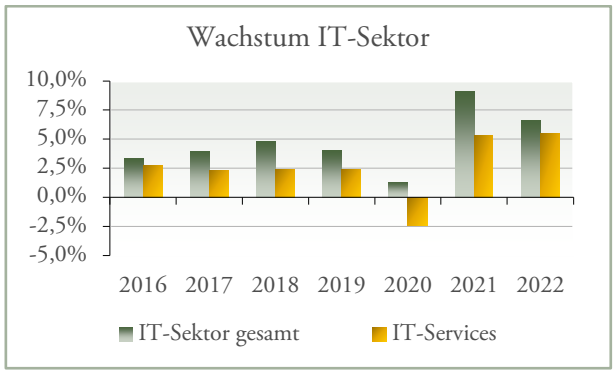
Vergleich mit den Ist-Zahlen: So wurden 2022 2,1 GW an neuer Windkraftkapazität an Land installiert (netto), was zwar 31 Prozent mehr war als 2021, aber doch nur ein Fünftel des erforderlichen Volumens. Im Bereich Solar ist der Abstand nicht ganz so groß: hier lag der Nettozubau letztes Jahr bei 7,2 GW (+26 Prozent) und damit bei einem Drittel der Zielgröße (Quelle: BMWK: Erneuerbare Energien 2022).



Geplanter Ausbau von Windkraft und Photovoltaik in Deutschland; Quelle: Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz - Eröffnungsbilanz Klimaschutz

IT-Sektor als Wachstumsmotor

Während 3U in den Segmenten SHK und Erneuerbare Energien in Märkten mit einer absehbar stark steigenden Nachfrage agiert, gilt dies im ITK-Segment nur eingeschränkt. Denn im Telekommunikationsbereich, aktuell noch der Umsatzschwerpunkt des Segments, ist die Dynamik insgesamt nur moderat, der Teilbereich Voice Retail weist sogar eine eindeutig schrumpfende Tendenz auf. Der Gesamtmarkt für Telekommunikationsdienste, dessen Volumen der Branchenverband BITKOM für das letzte Jahr auf 49,6 Mrd. Euro beziffert, ist in den letzten zwei Jahren nach BITKOM-Angaben um lediglich 1,1 bzw. 0,3 Prozent gewachsen und soll dieses Jahr nahezu stagnieren (+0,1 Prozent). Ganz anders ist hingegen die Dynamik im IT-Sektor, in dem 3U mit den Aktivitäten der Bereiche DCS&O und Managed Services aktiv ist. Bei diesem handelt es sich um einen der wachstumsstärksten Sektoren der deutschen Volkswirtschaft. Laut BITKOM ist der IT-Bereich in den letzten beiden Jahren um 9,1 resp. 6,6 Prozent auf zuletzt 118,9 Mrd. Euro gewachsen. Davon entfallen 48 Mrd. Euro auf den Bereich IT-Services, in dem die genannten 3U-Aktivitäten anzusiedeln sind und der zwar nicht ganz so stark wie der IT-Sektor als Ganzes (dessen Dynamik von der Software-Branche profitiert), aber mit 2,5 Prozent im Schnitt der letzten zehn Jahre im gesamtwirtschaftlichen Kontext immer noch überdurchschnittlich stark wächst. In den letzten zwei Jahren hat sich das Wachstum hier zudem auf 5,3 resp. 5,5 Prozent beschleunigt, und auch für 2023 rechnet BITKOM mit einem Zuwachs von 4,7 Prozent und damit deutlich oberhalb des langjährigen Durchschnitts (Quelle: BITKOM).

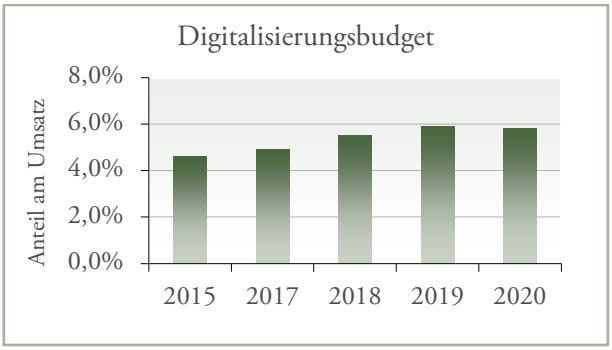


Quelle: BITKOM

Digitalisierung schreitet voran

Ein wichtiger Treiber der Nachfrage ist die Digitalisierung vieler Wirtschafts- und Lebensbereiche, die durch die Kontaktbeschränkungen im Zuge der Pandemie einen zusätzlichen Schub erfahren hat, weil diese verdeutlicht haben, wie wichtig die Digitalisierung der Produkte und viel mehr noch der Prozesse für die Krisenfestigkeit von Geschäftsmodellen ist (Quelle: BITKOM – Corona führt zu einem Digitalisierungsschub). Gemäß einer jährlichen Umfrage von BITKOM Research im Auftrag des IT-Dienstleisters Tata Consultancy Services (TCS) unter knapp 1.000 Führungskräften schreitet die Digitalisierung konsequent voran. Bei der Frage nach der Selbsteinschätzung des eigenen Unternehmens hinsichtlich des Digitalisierungsgrades (auf einer Skala von 1 (am Anfang) bis 10 (vollständig digitalisiert)) lag die durchschnittliche Antwort im Jahr 2021 bei 5,9, womit sich der seit Jahren zu beobachtende Anstieg um rund 0,1

p.a. fortsetzte (Quelle: TCS – Nachhaltig geht nur digital). Noch eindrucksvoller vermittelt die Entwicklung der Budgets, die Unternehmen für die Digitalisierung aufwenden, die Bedeutung des Themas. Gemäß TCS haben sich die Digitalisierungsbudgets im Durchschnitt der befragten Unternehmen zwischen 2016 und 2019 von 4,6 Prozent (vom Umsatz) auf 5,9 Prozent stetig erhöht, bevor es 2020 wegen Corona einen leichten Rückgang auf 5,8 Prozent gab. Das dürfte allerdings nur eine Episode bleiben, denn der Trend scheint weiter aufwärtsgerichtet zu sein. So planen nach Angaben von Lünendonk 78 Prozent der Unternehmen mit höheren Budgets für IT-Modernisierungen im Jahr 2023.



Quelle: TCS - Nachhaltig geht nur digital

Strategie

Fokussierung auf drei Megatrends

Der Kern der Konzernstrategie besteht aus der Konzentration auf drei Megatrends, die mit den drei Segmenten adressiert werden: Digitalisierung, Erneuerbare Energien und Onlinehandel. In allen drei Bereichen sieht das Unternehmen gerade in Deutschland einen großen Handlungsbedarf, der sich aus dem niedrigen Digitalisierungsstand gerade im unteren Mittelstand, den Klimazielen der Politik und dem geplanten Umbau der Heizungsinfrastruktur ergibt. Dementsprechend soll das Angebot in den drei Segmenten dahingehend weiterentwickelt und ergänzt werden, um diesen Bedarf zielgerecht zu decken.

Diversifiziertes Portfolio

Aus Konzernsicht bietet die Drei-Säulen-Strategie einen signifikanten Diversifikationsvorteil. So kann 3U die Schwerpunkte der Aktivitäten und Investitionen in Abhängigkeit von der Marktentwicklung und dem Regulierungsrahmen flexibel verschieben. Beispielsweise führte der politische Stillstand in den letzten Jahren zu einer nur verhaltenen strategischen Dynamik im Segment Erneuerbare Energien, was sich aktuell aber ändert und 3U vielversprechende Optionen bietet. Aber auch operativ sorgt die Aufstellung mit den drei Segmenten für einen risikoreduzierenden Diversifikationseffekt. So konnte die zwischenzeitliche Schwäche im Onlinehandel durch hohe Erträge aus dem Stromverkauf aufgefangen werden, perspektivisch bietet der Ausbau der Managed Services Potenzial für eine weitere Stabilisierung der Erträge.

Opportunitätsgetriebene Portfoliopolitik

Gleichzeitig ist die aktuelle Portfolioaufstellung aber nicht in Stein gemeißelt, vielmehr verfolgt 3U einen flexiblen Kurs, um den Mehrwert aus Konzernsicht zu maximieren. Dies impliziert auch ausdrücklich den Verkauf von Beteiligungen oder anderen Assets wie Windparks oder Immobilien. In den letzten Jahren hat 3U wiederholt solche Verkäufe getätigt, von denen natürlich die komplette Trennung von weclapp der mit Abstand spektakulärste und lukrativste war. Gerade diese Transaktion verdeutlicht den flexiblen Ansatz von 3U besonders gut, war zuvor doch ein Teil-Exit via Börsengang bzw. durch den Einstieg eines PE-Investors geplant gewesen. Ein IPO könnte in Zukunft auch für Selfio anstehen, wobei das Unternehmen dafür noch größer und profitabler werden muss. Insgesamt dürfte aber nach dem letztjährigen weclapp-Verkauf, der trotz der angekündigten hohen Ausschüttung für eine sehr hohe Nettoliquidität gesorgt hat, der Fokus der nächsten Zeit eher auf Zukäufen liegen. Diese sind im SHK-Segment zur Stärkung der Marktposition von Selfio möglich, aber auch der anorganische Ausbau des ITK-Geschäfts und dort insbesondere des Managed-Services-Angebotes könnte bei einer sich bietenden Gelegenheit umgesetzt werden. Nicht geplant ist aktuell hingegen eine Expansion abseits der drei Segmente.

Projektentwicklung und Repowering

Im Segment Erneuerbare Energien will 3U die Möglichkeiten nutzen, die das Repowering der bestehenden Windparks bietet. Aufgrund der noch geltenden Rahmenbedingungen ist dies aktuell nur für einen Teil des größten Windparks in Langendorf möglich, was aber nach der Umsetzung allein schon für einen zusätzlichen Windertrag von 72 Tsd. MWh pro Jahr sorgen dürfte. Bei vereinfachter Annahme eines Strompreises von 100 Euro je Megawattstunde ergibt das ein zusätzliches Umsatzpotenzial von 7,2 Mio. Euro p.a. Doch 3U sieht große Chancen, dass der enorme Handlungsbedarf bezüglich des Ausbaus der regenerativen Stromerzeugungskapazitäten zumindest für einen Teil der übrigen Windparks neue Repowering-Chancen eröffnen wird, was die Wachstumschancen hier zusätzlich vergrößern würde. Dasselbe gilt für das vorhandene Portfolio an Windenergieprojekten, welches bei voller Umsetzung ein Potenzial für zusätzliche Kapazitäten von 85 bis 100 MW und somit für bis zum Doppelten der aktuellen Kapazität des Segments bietet.

Ausbau des Sortiments

Für Selfio besteht eine zentrale Säule der bisherigen und künftigen Strategie in einem fortgesetzten Ausbau des angebotenen Sortiments. Die Gesellschaft verfolgt diese Strategie bereits seit dem Start und konnte durch die schrittweise Aufnahme weiterer Produkte und Hersteller das Gewicht der Fußbodenheizungen, das noch 2011 bei mehr als 75 Prozent der Umsätze gelegen hatte, inzwischen sehr deutlich reduzieren. Ein wichtiges Wachstumsfeld sieht das Unternehmen derzeit im Heizungsbereich, aber auch Balkonkraftwerke versprechen eine hohe Nachfrage.

Eigenmarken als Margentreiber

Der Ausbau des Sortiments betrifft nicht nur die Angebotsbreite, sondern auch die Erhöhung des Anteils an Eigenmarken. Dies bietet einerseits ein höheres Margenpotenzial und andererseits kann sich Selfio damit auch stärker vom Wettbewerb unterscheiden. Dies gilt insbesondere für innovative Lösungen wie für die jüngst zur Patentanmeldung eingereichten Heizzentralen. Im Zusammenhang mit dem Ausbau des Geschäfts mit Eigenmarken will 3U auch die eigene Wertschöpfungstiefe vergrößern und weitere Teile der Fertigung selbst übernehmen.

Stärkung der Beratungskompetenz

Ebenfalls fortgesetzt werden soll die strategische Betonung der eigenen Beratungskompetenz als ein wichtiges Differenzierungsmerkmal im Wettbewerb nicht nur mit anderen Onlinehändlern, sondern auch mit dem stationären Handel (Baumärkte). Neben dem oben genannten Ausbau des Angebots an Videoanleitungen, mit denen das Unternehmen auch sein Online-Marketing stärkt, gehört dazu unter anderem die (Weiter-) Entwicklung von leistungsstarken Konfigurations-, Vergleichs- und Kalkulationstools.

Operative Effizienz

Zusammen mit dem Umsatzwachstum will Selfio auch seine Margen verbessern, wozu vor allem eine verbesserte Effizienz der internen Prozesse beitragen soll. Nachdem bereits der Umzug des Distributionszentrums in die neue Logistikimmobilie in Koblenz spürbare Effizienzverbesserungen ermöglicht und für eine ausreichende Kapazitätsreserve für künftiges Wachstum gesorgt hat, arbeitet 3U laufend daran, interne Prozesse zu optimieren und möglichst zu automatisieren. Laufend überprüft und angepasst wird auch die Struktur und Ausgestaltung der Marketing- und Vertriebsmaßnahmen, unter anderem hat sich Selfio in den letzten Jahren weitgehend von den großen Onlinemarktplätzen zurückgezogen, weil das darüber generierte Geschäft ausgesprochen kleinteilig und margenschwach war.

Ausbau des B2B-Geschäfts

Durch das vergrößerte Angebot soll auch der Anteil der Wiederholungskäufer, der bei der ursprünglichen Konzentration auf Fußbodenheizungen für Heimwerker naturgemäß sehr niedrig war, weiter erhöht werden. Dazu gehört auch der Ausbau des B2B-Onlinehandels bei Selfio und vor allem bei PELIA, bei dem 3U noch großes Potenzial für eine systematische Erschließung sieht. Hier stuft das Unternehmen weniger die Beratungsqualität als vielmehr die Liefergeschwindigkeit und den Service als zentrale Wettbewerbsaspekte ein.

Verlässliche Dividendenpolitik

Im Hinblick auf die eigenen Aktionäre hat sich 3U seit 2017 als ein verlässlicher Dividendenzahler positioniert, der in etwa die Hälfte des Gewinns an die Anteilseigner ausschüttet. Mit Ausnahme von 2021 konnte die Ausschüttung seitdem jedes Jahr gesteigert werden. Diesen Kurs, die Aktionäre am Unternehmenserfolg zu beteiligen, bleibt 3U auch im Hinblick auf den sehr hohen Gewinn aus dem weclapp-Verkauf treu, weswegen die Dividende für 2022 mit 3,20 Euro eine ganz andere Dimension erreichen wird. Bezogen auf den aktuellen Kurs entspricht das einer Dividendenrendite von 59 Prozent.

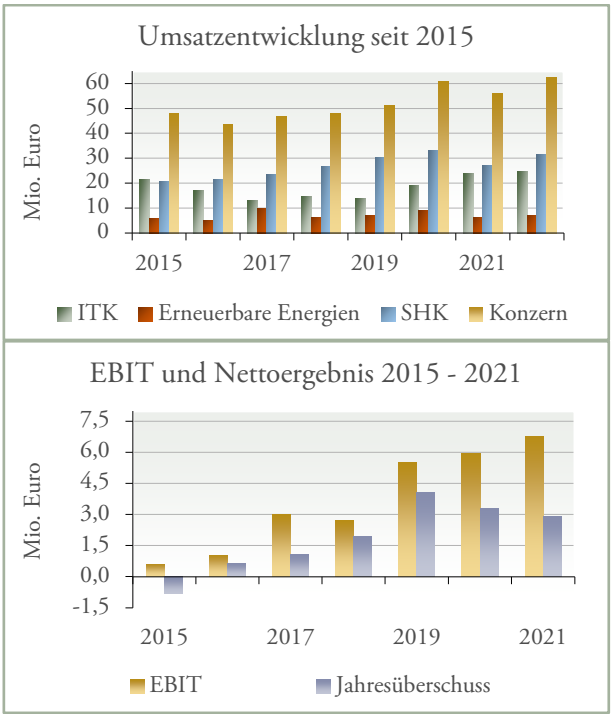
Finanzen

Seit 2017 im Wachstumsmodus

Mit dem Verkauf von weclapp im Herbst 2022 ist eine Phase in der Entwicklung von 3U zu Ende gegangen, die strategisch von der Konzentration auf weclapp und Selfio geprägt gewesen ist. Diese Aufstellung hatte in den Grundzügen seit 2015 Bestand, zuvor hatten die Trennung von unprofitablen Geschäftsfeldern sowie regulatorische Änderungen im Telekommunikationsmarkt und im Bereich der Erneuerbaren Energien für eine in Summe rückläufige Umsatzentwicklung gesorgt, die 2016 bei 43,7 Mio. Euro ihren Tiefpunkt erreichte. Seitdem ist der Konzernumsatz aber fast durchgehend gewachsen, auf zuletzt 62,7 Mio. Euro.

Wechselnde Wachstumsphasen

Obwohl 3U in dieser Zeit auch Beteiligungen und Windparks veräußert hat, und obwohl die weclapp-Umsätze 2022 nur für neun Monate in die Konzernzahlen eingeflossen sind, lagen die letztjährigen Erlöse der drei Segmente um jeweils rund 45 Prozent über dem Niveau aus 2016. Dies allerdings mit unterschiedlichen zeitlichen Mustern. So war das ITK-Segment zunächst von der rückläufigen Entwicklung des Voice-Retail-Geschäfts geprägt, weswegen seine Umsätze bis 2017 schrumpften und auch noch 2019 unter dem Vorjahr blieben. Erst eine Corona-bedingte Sonderkonjunktur im Telefoniegeschäft, in Verbindung mit dem ausreichend gestiegenen Gewicht von weclapp, sorgten ab 2020 für eine deutliche Zunahme der Wachstumsdynamik, so dass sich die ITK-Erlöse allein zwischen 2019 und 2022 um drei Viertel auf 24,7 Mio. Euro erhöhten (wozu allerdings auch ein Zukauf von weclapp im Jahr 2021 beigetragen hat). Demgegenüber hat das SHK-Segment durch die Nachwehen der Corona-Pandemie (und durch einen Beteiligungsverkauf) mit zuletzt 31,5 Mio. Euro das Niveau aus 2020 (33,1 Mio. Euro) noch nicht wieder erreicht. Der Verkauf eines Windparks und die schwache Windverfügbarkeit haben dafür gesorgt, dass 2022 auch das Segment Erneuerbare Energien trotz der höheren Stromverkaufspreise keinen neuen Rekordwert markieren konnte. Mit 7,2 Mio. Euro wurde aber der Vorjahreswert um 15 Prozent überboten.



Quelle: Unternehmen

Seit 2016 durchgehend profitabel

Nachdem die schwierige Geschäftslage in der ersten Hälfte des letzten Jahrzehnts auch mit negativen Ergebnissen verbunden war, konnte 3U seit 2015 durchgehend positive EBITDA- und EBIT-Werte ausweisen, seit 2016 sind auch das EBT und das Nettoergebnis immer positiv. Dabei wurde der Gewinn seitdem fast jedes Jahr gesteigert. Die EBIT-Marge, die noch 2015 bei 1,3 Prozent lag, erreichte bereits 2019 mit 10,7 Prozent den zweistelligen Bereich, bis 2021 stieg sie weiter auf 12,1 Prozent, bevor sie letztes Jahr durch den hohen Gewinn aus dem weclapp-Verkauf in eine ganz andere Dimension vorstieß. Doch auch schon in den Vorjahren profitierten das Konzern-EBIT und das Konzernergebnis von den lukrati-

ven Transaktionen auf der Ebene der Holding wie dem Verkauf von Immobilien, Windparks oder Beteiligungen. Dementsprechend groß war der Beitrag der sonstigen betrieblichen Erträge zum Ergebnis, im Durchschnitt der fünf Jahre bis 2021 lag deren Anteil am Rohergebnis bei fast 22 Prozent.

Geschäftszahlen	GJ 2021	GJ 2022	*Änderung*
Umsatz	55,9	62,7	*+12,0%*
Umsatz (fortg.)	44,8	50,3	*+12,4%*
ITK*	12,1	12,1	*+0,5%*
Erneuerb. Energie	6,3	7,2	*+14,5%*
SHK	27,0	31,5	*+16,9%*
SBE	17,7	175,7	*+894,3%*
Rohertrag**	45,4	206,6	*+355,4%*
*Rohmarge**	*81,1%*	*329,8%*	
EBITDA	11,3	165,6	*+1.370,0%*
ITK*	2,4	3,1	*+32,1%*
Erneuerb. Energie	4,6	3,4	*-26,6%*
SHK	-0,5	0,1	-
EBITDA-Marge	*20,1%*	*264,3%*	
*ITK**	*19,7%*	*25,8%*	
Erneuerb. Energie	*73,6%*	*47,2%*	
SHK	*-2,0%*	*0,4%*	
EBIT	6,8	161,1	*+2.282,6%*
ITK*	1,9	2,7	*+39,3%*
Erneuerb. Energie	1,9	1,4	*-26,4%*
SHK	-1,1	-0,6	-
EBIT-Marge	*12,1%*	*257,1%*	
EBT	6,3	161,0	*+2.459,6%*
Vorsteuermarge	*11,2%*	*256,9%*	
Nettoergebnis	2,9	159,0	*+5.350,4%*
Netto-Marge	*5,2%*	*253,7%*	
Free-Cashflow	-23,2	164,4	-

*Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen; *fortgeführt; ** inkl. SBE*

Ausnahmejahr 2022

Die gute Entwicklung der letzten Jahre gipfelte in dem gewaltigen Ergebnissprung in 2022, der von der guten operativen Performance, dem erfolgreichen Abschluss des Immobilienprojekts InnoHubs und vor allem von dem äußerst lukrativen Verkauf von weclapp ermöglicht wurde. In Summe konnte der Rohertrag dadurch um 355 Prozent auf 206,6 Mio. Euro gesteigert werden, der Zuwachs des EBITDA und der nachfolgenden Gewinnkennzahlen lag sogar im vierstelligen Prozentbereich (bis zu 5.350 Prozent beim Nettoergebnis). In absoluten Zahlen lagen das EBITDA, EBIT und der Jahresüberschuss mit 165,6 Mio. Euro, 161,1 Mio. Euro und 159,0 Mio. Euro weit oberhalb der letztjährigen Umsätze. Die entscheidende GuV-Größe waren letztes Jahr die sonstigen betrieblichen Erträge, in die die Gewinne aus den beiden Transaktionen gebucht wurden und die sich deswegen von 17,7 auf 175,7 Mio. Euro fast verzehnfacht haben.

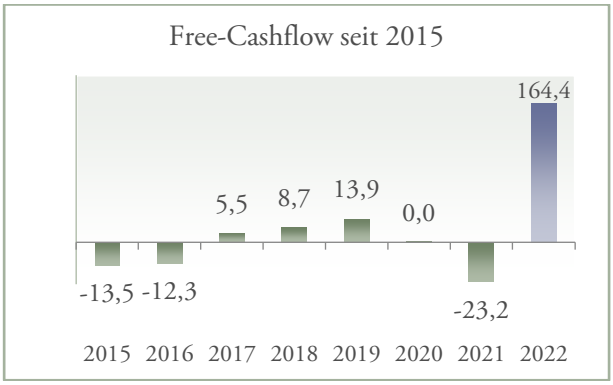
Wachstum in allen drei Segmenten

Verglichen mit dem Ergebnis war die Umsatzentwicklung zwar weit weniger spektakulär, doch für sich genommen war auch sie 2022 sehr erfreulich. Obwohl weclapp nur für neun Monate konsolidiert wurde, konnte der Konzernumsatz um 12 Prozent auf 62,7 Mio. Euro erhöht werden. Im Hinblick auf die Zukunft noch wichtiger war aber, dass auch die Erlöse aus fortgeführten Aktivitäten zweistellig, und zwar um 12,4 Prozent auf 50,3 Mio. Euro, zugelegt haben. Am geringsten war die Dynamik im fortgeführten ITK-Segment, welches aufgrund des weiteren Rückgangs im Voce-Retail-Geschäft lediglich um 0,5 Prozent auf 12,1 Mio. Euro gewachsen ist. Die stärkste Dynamik wurde hingegen im SHK-Segment verzeichnet, wo im Jahresverlauf die Schwierigkeiten aufgrund der Lieferengpässe überwunden werden konnten und sich das Wachstum im Gesamtjahr auf 17 Prozent (auf 31,5 Mio. Euro) summierte. Ebenfalls zweistellig war das Umsatzwachstum der Sparte Erneuerbare Energien (+15 Prozent auf 7,2 Mio. Euro), welches von den höheren Strompreisen profitierte.

Operative Profitabilität verbessert

Trotz des nur sehr moderaten Umsatzwachstums im ITK-Segment konnte dort eine deutliche Ergebnisverbesserung erzielt werden. Diese betrug auf der EBITDA-Ebene +32 Prozent (auf 3,1 Mio. Euro) und erklärt sich vor allem durch die Verschiebung der

Umsatzstruktur in Richtung der höhermargigen Geschäftsbereiche Voice Business und DCS&O. Die EBITDA-Marge des Segments erhöhte sich infolgedessen von 19,7 auf 25,8 Prozent. Eine deutliche Verbesserung, wenn auch noch auf einem niedrigeren Niveau, wurde im SHK-Segment erzielt, dessen operatives Ergebnis von -0,5 auf +0,1 Mio. Euro ins Plus drehte. Damit konnte 3U sogar den steilen Anstieg der Einkaufspreise, der im Berichtsjahr nicht vollumfänglich an die Kunden weitergereicht werden konnte und daher zu einer um 1,4 Prozentpunkte auf 20,2 Prozent reduzierten Rohmarge führte, durch Effizienzgewinne und Einsparungen bei anderen Kostenarten mehr als kompensieren. Eine Ergebnisverschlechterung gab es hingegen trotz des Umsatzwachstums im Segment Erneuerbare Energien. Hier hat sich das EBITDA von 4,6 auf 3,4 Mio. Euro ermäßigt, was auf zwei Sondereffekte zurückzuführen war. Zum einen hat 3U 2022 die Werthaltigkeit der im Vorratsvermögen aktivierten Entwicklungsprojekte für neue Windparks überprüft und für einen Teil des Portfolios, für den die Wahrscheinlichkeit einer rentablen Realisierung als gering eingestuft wurde, Wertkorrekturen vorgenommen. Zum anderen haben sich die Vorarbeiten für das Repowering-Projekt in Langendorf in höheren sonstigen Aufwendungen bemerkbar gemacht.



Quelle: Unternehmen; 2022 eigene Skala!

Enormer Mittelzufluss

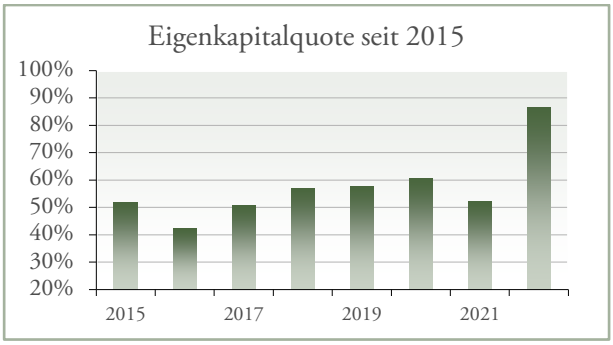
Die außergewöhnliche Ergebnisentwicklung hat 2022 auch im Cashflow deutliche Spuren hinterlassen. Der operative Cashflow, der im Vorjahr noch vom Aufbau der Vorräte und Forderungen im Zusammenhang mit dem 2022 verkauften Immobilienprojekt InnoHubs belastet worden war, drehte von -7,8 Mio. Euro im Vorjahr auf +16,5 Mio. Euro. Noch eindrucksvoller fiel die Wende im Investitions-Cashflow aus, der 2021 u.a. wegen der Akquisition von ITscope durch weclapp einen negativen Saldo von -15,4 Mio. Euro aufgewiesen hatte und in dem der weclapp-Verkauf trotz der von 6,0 auf 9,8 Mio. Euro erhöhten Sachanlageninvestitionen nun zu einem Nettomittelzufluss von 147,8 Mio. Euro führte. Der Free-Cashflow verbesserte sich infolgedessen von -23,2 Mio. Euro im Jahr 2021 auf +164,4 Mio. Euro. Da schließlich auch der Finanzierungs-Cashflow durch die Aufnahme von Krediten für das InnoHubs-Projekt im ersten Halbjahr (die nach dem Verkauf entkonsolidiert wurden), einen positiven Saldo von 12,6 Mio. Euro erreichte, erhöhte sich die bilanzielle Liquidität (unter Berücksichtigung der verfügungsbeschränkten Mittel) von 12,7 auf 189,7 Mio. Euro.

Bilanz von Liquidität geprägt

Sie machte damit zum Jahreswechsel mehr als drei Viertel der Bilanzsumme, die sich letztes Jahr ebenfalls deutlich (um 105 Prozent) auf 243,6 Mio. Euro erhöht hat, aus. Selbst abzüglich der in der Bilanz noch bestehenden Finanzverbindlichkeiten in Höhe von 23,5 Mio. Euro betrug die Nettoliquidität 173,2 Mio. Euro, nachdem Ende 2021 noch eine Nettoverschuldung von 18,2 Mio. Euro bestanden hatte. Die zweit- und drittgrößten Positionen auf der Aktivseite sind die Sachanlagen im Wert von 28,4 Mio. Euro, wozu insbesondere die Windparks und der Solarpark zählen, sowie die Vorräte in Höhe von 10,8 Mio. Euro, die insbesondere die Handelswaren des SHK-Segments sowie die aktivierten Windparkprojekte umfassen.

Eigenkapitalquote von 87 Prozent

Beeindruckende Ausmaße hat dank dem letztjährigen Gewinn auch das Eigenkapital angenommen. Es hat sich letztes Jahr um 240 Prozent auf 211,2 Mio. Euro erhöht, was in Relation zur Bilanzsumme einer Eigenkapitalquote von 86,7 Prozent entspricht (Vorjahr: 52,2 Prozent). Durch den Abgang von weclapp und InnoHubs hat sich gleichzeitig der Anteil von Minderheitsgesellschaftern am Eigenkapital von 6,9 auf nur noch 0,8 Mio. Euro reduziert.



Quelle: Unternehmen

Rekorddividende angekündigt

Das sehr hohe Eigenkapital- und Liquiditätsniveau wird sich allerdings nach der kommenden Hauptversammlung (15. Mai) wieder spürbar ermäßigen, weil 3U eine Rekorddividende von 3,20 Euro je Aktie plant. Damit dürfte sich die Ausschüttung auf 117,5 Mio. Euro bzw. 74 Prozent des letztjährigen Konzernergebnisses summieren. Ceteris paribus wird sich das Eigenkapital dadurch auf 93,8 Mio. Euro bzw. 74 Prozent der Bilanzsumme reduzieren, während die bilanzielle Liquidität auf 72,3 Mio. Euro bzw. 57 Prozent der Bilanzsumme sinken wird. Dennoch bleibt die Bilanzstruktur auch nach dieser sehr großzügigen Ausschüttung ausgesprochen komfortabel.

Wachstum für 2023 angekündigt

Nach dem Ausnahmejahr 2022 will die 3U Holding auch 2023 umsatzseitig weiter wachsen. Konkret sollen die Erlöse dieses Jahr zwischen 55 und 60 Mio. Euro liegen, was gegenüber dem letztjährigen Umsatz der fortgeführten Aktivitäten (50,3 Mio. Euro) einem organischen Wachstum zwischen 9 und 19 Prozent entspricht. Auf dieser Grundlage sollen das EBITDA in der Spanne zwischen 6,0 und 8,0 Mio. Euro und das Nettoergebnis zwischen 2,5 sowie 3,5 Mio. Euro liegen. Während das Umsatzwachstum aus den Segmenten Erneuerbare Energien und SHK stammen soll (im ITK-Segment hingegen werden die geringeren Telefonieentgelte, die für 3U größtenteils einen durchlaufenden Posten darstellen, die Erlöse schmälern), soll die operative Ergebnisverbesserung in allen drei Segmenten erzielt werden: im ITK-Segment durch eine höhere Rohmarge und eine Verschiebung der Umsatzanteile in Richtung rentablerer Geschäftsbereiche, im Energiesegment durch höhere Stromverkaufspreise sowie durch den Wegfall der letztjährigen Sondereffekte und im SHK-Segment durch die Kombination aus Skalen- und Sortimentseffekten sowie aus Prozessverbesserungen. Dass der operative Konzerngewinn dennoch unter dem – fortgeführten – Vergleichswert aus 2022 liegen wird, ist auf das Fehlen der Erträge aus dem Bauträgergeschäft zurückzuführen, welches letztes Jahr durch den Verkauf des Innohub-Projekts 6,4 Mio. Euro zum Ergebnis beigetragen hat.

Neue Unternehmenszentrale geplant

Ein neues Immobilienprojekt wurde jüngst angekündigt. Und zwar plant 3U, in Marburg eine neue Unternehmenszentrale zu errichten, wofür bereits für einen mittleren sechsstelligen Betrag ein Grundstück erworben wurde. Darauf soll bis Ende 2024 ein modernes und energieeffizientes Bürogebäude gebaut werden, in dem sowohl die Holding als auch sämtliche Töchter aus Marburg untergebracht werden sollen. 3U will das Vorhaben zunächst aus der üppig vorhandenen Liquidität finanzieren und verspricht sich hiervon perspektivisch Mieteinsparungen von mehr als 0,25 Mio. Euro im Jahr.

Equity-Story

Auf profitablem Wachstumskurs

Nach einer schwierigen Phase mit rückläufigen Umsätzen und teils hohen Verlusten ist 3U Holding 2016 wieder auf den Wachstumskurs zurückgekehrt und hat seitdem steigende Erlöse und positive Ergebnisse erwirtschaftet.

Gigantischer Gewinnsprung in 2022

Diese positive Entwicklung erreichte ihren bisherigen Höhepunkt im letzten Jahr, als insbesondere der äußerst lukrative Verkauf der bis dahin wichtigsten strategischen Beteiligung, der Software-Tochter weclapp, zu einer Ergebnisvervielfachung von 2,9 Mio. Euro im Vorjahr auf 159,0 Mio. Euro führte – das Zweieinhalbfache der letztjährigen Konzernerlöse und mehr als die gesamte Marktkapitalisierung zum Verkaufszeitpunkt.

Sehr hohe Dividende angekündigt

An diesem außergewöhnlichen Gewinn will 3U seine Aktionäre in Form einer hohen Dividende teilhaben lassen. Der Vorschlag an die diesjährige Hauptversammlung (15. Mai) sieht die Ausschüttung von 3,20 Euro je Aktie vor, nach 0,02 Euro im Vorjahr. Bezogen auf den aktuellen Aktienkurs entspricht das einer beeindruckenden Dividendenrendite von 59 Prozent.

Überzeugender Track-Record

Auch wenn die weclapp-Transaktion alles andere in der bisherigen Historie von 3U weit in den Schatten stellt, hat das erfahrene Managementteam schon mehrfach unter Beweis gestellt, dass es in der Lage ist, aussichtsreiche Trends oder Situationen zu identifizieren, zu deren Nutzung geeignete Investitionen zu tätigen, Tochterunternehmen sowie andere Assets wie Windparks oder Immobilien erfolgreich zu entwickeln und die damit erzielte Wertschöpfung auch zum Nutzen der Aktionäre zu realisieren. So wurden jenseits der weclapp-Transaktion in den letzten Jahren sechs Verkäufe von Immobilien, Beteiligungen und Windparks mit einem kumulierten Gewinn von über 15 Mio. Euro umgesetzt. Der größte davon war der ebenfalls 2022 vollzogene Exit aus dem Bauträgerprojekt InnoHubs, mit dem bei einer eigenen Investition von 3,7 Mio. Euro ein Rückfluss von 10,1 Mio. Euro generiert wurde.

Konzentration auf drei Megatrends

Doch auch das aktuelle Portfolio ist aussichtsreich aufgestellt und bietet hohe Wachstumschancen. Dabei gliedert 3U die eigenen Aktivitäten in drei Segmente, in denen jeweils globale Megatrends adressiert werden: Digitalisierung, Energiewende und Onlinehandel, wobei das 3U-Angebot jeweils auf den daraus resultierenden Bedarf in Deutschland ausgerichtet ist. So sieht das Unternehmen im ITK-Segment seine Wachstumschancen vor allem als Anbieter von Produkten und Dienstleistungen, mit denen der Mittelstand seinen Digitalisierungsgrad erhöhen kann: moderne Telekommunikation (VoIP) sowie das Outsourcing der IT-Infrastruktur. Im Segment Erneuerbare Energien will 3U von dem politisch forcierten Umbau der Elektrizitätswirtschaft in Richtung regenerativer Energien profitieren, während man im SHK-Segment als führender Onlineanbieter im SHK-Bereich die Verlagerung der Handelsaktivitäten zum E-Commerce weiter federführend begleiten will und derzeit vor allem große Chancen im Heizungsbereich sieht.

Bewährte Wachstumsstrategie bei Selfio

Im SHK-Segment ist mit Selfio die größte Gesellschaft des Konzerns angesiedelt. Der mit zahlreichen Preisen ausgezeichnete Onlinehändler ist seit dem Start im Jahr 2011 mit einer CAGR von fast 30 Prozent gewachsen und trägt fast die Hälfte zum aktuellen Konzernumsatz bei. Im Wettbewerb punktet das Unternehmen nicht zuletzt mit seinem umfangreichen Beratungsangebot, mit dem die Gesellschaft es in dem erklärungsintensiven Geschäft auch mit stationären Händlern aufnehmen kann. Das Beratungsan-

gebot umfasst u.a. mehrere Konfigurationslösungen, kostenfreie und kostenpflichtige Planungsleistungen und nicht zuletzt eine Vielzahl an Erklärvideos, die zusammen mit dem ausgefeilten Content-Marketing für eine hohe Sichtbarkeit der Plattform im Netz sorgen.

Innovative Lösung für den Wärmemarkt

Eine wichtige Stoßrichtung der Expansionsstrategie ist auch die kontinuierliche Erweiterung der Produktpalette, inzwischen gehören auch Balkonkraftwerke und Wärmepumpen zum Angebot von Selfio. Vielversprechend erscheint zudem das selbstentwickelte und zum Patent angemeldete Konzept der Heizzentralen, mit dem der Planungs- und Installationsaufwand von Wärmepumpen, derzeit ein erheblicher Kostentreiber, spürbar reduziert werden soll.

Akquisitionskurs angekündigt

Das organische Wachstum könnte sowohl bei Selfio als auch im ITK-Segment durch Akquisitionen ergänzt und beschleunigt werden. 3U zielt dabei auf die Gewinnung von Mitarbeitern (im IT-Bereich) sowie von Kundenstämmen, mit denen die Marktposition schneller ausgebaut werden könnte. Bei Selfio könnten auf diesem Weg aber auch das Sortiment rascher erweitert und das Geschäftsvolumen schneller gesteigert werden, was die Erzielung größenbedingter Skaleneffekte im Einkauf, im Overhead und in der Logistik erleichtern würde.

Zukunftsbereite Logistik

Bezüglich der Logistik hat 3U bereits in den letzten Jahren wichtige Voraussetzungen für das weitere Wachstum geschaffen. Mit der Errichtung und dem im Frühjahr 2021 vollzogenen Bezug eines großen, modernen Distributionszentrums in Koblenz wurden bestehende Engpässe beseitigt, Vorratskapazitäten geschaffen und vor allem vielfältige Möglichkeiten für die Prozessautomatisierung erschlossen, von denen das Unternehmen nun in Form geringerer Kosten profitiert. So blieben im letzten Jahr die Personal- und Sachkosten des SHK-Segments trotz des robusten Umsatzwachstums stabil.

Großes Potenzial im Energiesegment

Nachdem das Segment Erneuerbare Energien in den Vorjahren eher die Rolle einer Cash-Cow für den Aufbau anderer Bereiche (vor allem weclapp) gespielt hatte, soll es nun auch signifikant zum Ertragswachstum beitragen. Der erste konkrete Schritt ist mit der fortgeschrittenen Repowering-Planung eines Teils des größten Windparks in Langendorf bereits getan und soll nach Abschluss im Jahr 2025 für eine Verdreifachung der dortigen Stromproduktion sorgen. Weiteres erhebliches Potenzial könnte sich ergeben, wenn die im Hinblick auf die Erreichung der politischen Ziele bezüglich des Ausbaus der regenerativen Stromerzeugung dringend erforderliche Verbesserung der Rahmenbedingungen auch das Repowering der übrigen Standorte und die Fertigentwicklung der im Portfolio befindlichen Windparkprojekte ermöglicht. Zusammengerechnet bietet dies Chancen für die Herstellung von Erzeugungskapazitäten, die den aktuellen 3U-Bestand weit übersteigen würden.

Exzellente Bilanzsituation

Für die Umsetzung der Wachstumspläne verfügt 3U spätestens seit dem weclapp-Verkauf über eine sehr komfortable Kapitalausstattung. Die Eigenkapitalquote dürfte sich selbst nach der Ausschüttung der angekündigten Dividende von 3,20 Euro je Aktie oberhalb von 70 Prozent bewegen. Auch die Liquidität ex-Dividende wird weiterhin mehr als die Hälfte der Bilanzsumme ausmachen.

Dynamisches Wachstum auch in 2023

Dass 3U auch nach dem Verkauf von weclapp über gute Wachstumsperspektiven verfügt, verdeutlicht nicht zuletzt der Unternehmensausblick für 2023. Dieser sieht eine organische Steigerung der Erlöse der fortgeführten Aktivtäten um 9 bis 19 Prozent auf 55 bis 60 Mio. Euro vor. Auch die operativen Ergebnisbeiträge der drei Segmente sollen spürbar zunehmen und einEBITDA zwischen 6,0 und 8,0 Mio. Euro sowie ein Nettoergebnis zwischen 2,5 und 3,5 Mio. Euro ermöglichen. Dass damit der – fortgeführte – Vergleichswert aus 2022 unterschritten wird, ist lediglich auf das Fehlen der Erträge aus dem Bauträgergeschäft zurückzuführen, welches letztes Jahr durch den

Verkauf des InnoHubs-Projekts 6,4 Mio. Euro zum Konzernergebnis beigetragen hat.

Aktionärsfreundliche Dividendenpolitik

Wie in der Vergangenheit, will 3U auch in Zukunft seine Aktionäre am Unternehmenserfolg beteiligen und großzügige Dividenden ausschütten. Auch wenn die für dieses Jahr angekündigte Dividendenhöhe von 3,20 Euro, die derzeit einer Dividendenrendite von 59 Prozent entspricht, sicherlich für viele Jahre einmalig bleiben wird, verspricht die Fortführung der bisherigen Ausschüttungspolitik (rund 50 Prozent des Gewinns) auch für die Zukunft ansehnliche Dividendenzahlungen.

DCF-Bewertung

Organische Entwicklung

Die letztjährige Veräußerung der Tochter weclapp, die bis dahin eine prägende Rolle in unserem Modell gespielt hatte, hat uns zu weitgehenden Anpassungen an unseren Schätzungen veranlasst. Da das Geschäftsmodell von 3U explizit sowohl Akquisitionen als auch den Verkauf von Beteiligungen zur Realisierung der damit erreichten Wertschöpfung beinhaltet, ist es nicht unwahrscheinlich, dass es auch in Zukunft immer wieder vorkommen wird, dass auf solche Strukturbrüche größere Änderungen an unserem Modell notwendig sind. Da es aber im Vorfeld kaum seriös abschätzbar ist, wann, welche Assets und zu welchen Konditionen akquiriert oder veräußert werden, halten wir es weiterhin für vorteilhafter, bei unserer Wertermittlung auf die organische Entwicklung des aktuellen Konzerns abzustellen und etwaige Zu- und Verkäufe, die nach bisheriger Erfahrung überwiegend werterhöhend ausfallen, als ein zusätzliches Upside-Potenzial zu betrachten. Dennoch haben wir die Veröffentlichung des Geschäftsberichts zum Anlass genommen, unser Schätzmodell, welches in der Vergangenheit abseits der beiden Wachstumsschwerpunkte weclapp und Selfio aus Vereinfachungsgründen vergleichsweise statisch ausgestaltet worden war, nun zu überarbeiten. Einen ersten Schritt dazu hatten wir bereits im Herbst nach dem Vollzug des weclapp-Verkaufs gemacht, nun haben wir die verbesserte Datenbasis für eine Fortentwicklung genutzt. Dabei haben wir insbesondere die Aktivitäten im ITK-Segment detaillierter und, wo es angemessen schien, dynamischer modelliert, darüber hinaus haben wir im Segment Erneuerbare Energien das geplante Repowering-Projekt integriert und auch die weitere Strompreisentwicklung leicht dynamisiert.

Geringe Auswirkungen auf 2023

Da die Anpassungen insbesondere die Wachstumsdynamik der einzelnen Bereiche bzw. ein erst in Zukunft liegendes Investitionsvorhaben (Repowering) betreffen, entfalten sie ihre Wirkung vor allem in den weiteren Jahren des detaillierten Schätzzeitraums. Für 2023 sind die Schätzungen deswegen vergleichsweise unverändert geblieben. Den Konzernumsatz erwarten wir nun bei 59,1 Mio. Euro und kalkulieren mit einem EBITDA von 6,6 und einem EBIT von 2,6 Mio. Euro. Bisher lagen die Schätzwerte dieser Kennzahlen bei 56,9, 6,9 und 2,7 Mio. Euro. Dass sich die Schätzung des Nettogewinns dennoch von 2,7 auf 3,0 Mio. Euro erhöht hat, liegt an der Aufwärtskorrektur der Finanzerträge auf die hohe Nettoliquidität.

Gewichtsverschiebung im ITK-Segment

Anders als bisher, kalkulieren wir nun in Bezug auf das ITK-Segment für die nächsten Jahre mit einem deutlichen Wachstum. Getragen wird das von den Rechenzentrumsaktivitäten DSC&O und vor allem von dem noch darin erfassten Geschäft mit Managed Services. Ausgehend von dem letztjährigen Umsatz von 2,4 Mio. Euro, welcher nach Angaben im Geschäftsbericht ein Wachstum der externen Erlöse um über 50 Prozent darstellte, haben wir für den DSC&O-Bereich für die nächsten Jahre Steigerungsraten zwischen 35 und 20 Prozent angenommen, so dass er ab 2028 zum größten Element des ITK-Segments werden würde. Für den bisherigen Schwerpunkt, Voice Business, haben wir zwar auch weiteres Wachstum modelliert, mit 2,5 Prozent p.a. aber nur im moderaten Umfang. Das Telefoniegeschäft mit Privatkunden (Voice Retail) lassen wir hingegen bis 2026 komplett auslaufen. Wir gehen mithin davon aus, dass die Vereinbarung der Deutschen Telekom mit den freien Anbietern noch einmal um zwei Jahre verlängert wird. Insgesamt ergibt sich aus diesen Annahmen ein Wachstum des ITK-Segments von 12,8 Mio. Euro in diesem Jahr auf 22,9 Mio. Euro in acht Jahren.

Repowering sorgt für Umsatzsprung

Ein deutliches Wachstum erwarten wir nun auch für die Sparte Erneuerbare Energien. Hier dürfte sich bereits 2023 der Umsatz deutlich erhöhen, weil für die

Windparks Roge und Klostermoor für dieses Jahr deutlich höhere Strompreise vereinbart werden konnten als für 2022. Mit einem angenommenen Durchschnittspreis von 100 Euro je MW/h für Langendorf (dieser Windpark wird dieses Jahr variabel vermarktet) und der noch bis 2023 laufenden garantierten Einspeisevergütung für den Solarpark taxieren wir den diesjährigen Umsatz des Segments auf 9,1 Mio. Euro. Angesichts des wachsenden Strombedarfs (Elektromobilität, Wärmepumpen) und der bestehenden bzw. drohenden Angebotsengpässe (Atomausstieg, Dürren in Süd- und Westeuropaeuropa) halten wir das gegenwärtige Strompreisniveau für nachhaltig und kalkulieren damit auch für die nächsten Jahre, zuzüglich einer moderaten Erhöhung um 2 Prozent p.a. Kapazitätsseitig haben wir nun das geplante Repowering-Projekt in Langendorf eingepflegt und die dortige Stromproduktion ab 2026 auf das Dreifache des diesjährigen Niveaus angehoben. Für 2024 rechnen wir hingegen durch den Rückbau von sieben Anlagen mit einem Rückgang, der sich auch noch 2025 dämpfend auswirkt, weil die neuen Anlagen erst im Jahresverlauf in Betrieb gehen werden. Insgesamt ergibt sich aus diesen Annahmen für den Zeitraum 2023 bis 2030 ein Anstieg der Erlöse des Segments Erneuerbare Energien von 9,1 auf 17,9 Mio. Euro.

Selfio bleibt Portfolioschwergewicht

Vergleichsweise wenig angepasst haben wir die Schätzung bezüglich des SHK-Segments. Wir gehen weiterhin davon aus, dass Selfio das dynamische organische Wachstum aus der Vergangenheit fortsetzen und bis 2030 in eine Größenordnung von rund 65 Mio. Euro vorstoßen kann. Dazu erwarten wir für dieses Jahr einen kräftigen Umsatzsprung um 20 Prozent, in dem sich noch die Nachlaufeffekte der letztjährigen Preiserhöhungen bemerkbar machen werden, anschließend kalkulieren wir mit Steigerungsraten zwischen 15 und 10 Prozent. Auch für PELIA rechnen wir mit einem fortgesetzten dynamischen Wachstum, sehen das erreichbare Tempo aber spürbar unter dem von Selfio. Zusammen sollte das SHK-Segment den Umsatz dieses Jahr auf 37,2 Mio. Euro (von 31,5 Mio. Euro) und bis 2030 auf 74,0 Mio. Euro erhöhen.

Stabile Segmentgewichte

Damit dürfte das SHK-Segment auch in acht Jahren fast zwei Drittel der Konzernerlöse von 115 Mio. Euro ausmachen. Auch die Anteile der beiden anderen Segmente bleiben weitgehend unverändert, so dass sich in unseren Schätzungen die Wachstumsbeiträge gleichmäßig auf die drei von 3U adressierten Bereiche verteilen.

Deutliche Profitabilitätsverbesserung

Wie schon bisher, gehen wir davon aus, dass 3U das organische Wachstum mit einer kontinuierlichen Verbesserung der Profitabilität kombinieren kann, die sich aus mehreren Quellen speisen dürfte. So haben wir im ITK-Segment angenommen, dass insbesondere der Ausbau des Managed-Services-Geschäfts auch die – bereits hohe – Profitabilität des Segments noch steigern kann. Den größten Margenfortschritt erwarten wir aber, wie bisher, im SHK-Segment, wo die Kombination aus dem steigenden Anteil an Eigenmarken, der Einführung innovativer eigener Produkte (Heizzentralen) sowie der Erzielung weiterer Größendegressionseffekte im Einkauf, Marketing und Overhead zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums eine EBITDA-Marge von bis zu 7 Prozent ermöglichen sollte. Steigende Profitabilität erwarten wir auch für das Segment Erneuerbare Energien, wo sich die sinkenden Durchschnittskosten des – ohnehin geringen – Overheads und die annahmegemäß trendmäßig moderat steigenden Strompreise positiv auswirken sollten. Auf Konzernebene sollte sich zudem die im Zeitablauf relativ sinkende Belastung durch Holdingkosten bemerkbar machen. Insgesamt trauen wir es

Erlösmodell (Mio. Euro)	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**2029**	**2030**
ITK	12,8	13,8	14,8	15,9	16,7	18,5	20,5	22,9
Erneuerbare Energien	9,1	7,4	12,5	16,7	17,0	17,3	17,6	17,9
SHK	37,2	42,2	47,3	52,0	56,8	62,0	67,8	74,0
Umsatz gesamt	**59,1**	**63,4**	**74,6**	**84,6**	**90,5**	**97,8**	**105,9**	**114,9**

Schätzungen SMC-Research

3U im Rahmen unseres Modells zu, die EBITDA-Marge von schätzungsweise 11,1 Prozent im laufenden Jahr bis 2030 bis auf 20,2 Prozent zu erhöhen.

Abschreibungen verlieren an Gewicht

Die zur Erreichung dieser Ziele wichtigste Investition ist das Repowering-Projekt in Langendorf, für das wir eine Investition von 45 Mio. Euro angesetzt haben. Die Finanzierung haben wir mit 80 Prozent FK modelliert, woraus sich eine jährliche Zinsbelastung von rund 1,8 Mio. Euro ergibt. Bei einer unterstellten technischen Nutzungsdauer von 25 Jahren sind zudem zusätzliche Abschreibungen von 1,8 Mio. Euro p.a. zu berücksichtigen. Weitere größere Investitionsvorhaben haben wir nicht angenommen, weil 3U sowohl im ITK-Segment (modernes Telekommunikationsnetzwerk und Rechenzentren) als auch in der SHK-Sparte (v.a. Distributionszentrum) bereits in der Vergangenheit die kapitalintensiven Voraussetzungen für das geplante Wachstum geschaffen hat. Den laufenden Investitionsbedarf haben wir bei 1,5 Prozent der jährlichen Erlöse angesetzt. Als explizite Einzelinvestition haben wir schließlich noch die jüngst angekündigte Errichtung einer neuen Unternehmenszentrale in Marburg berücksichtigt. Aus diesen Investitionsannahmen ergeben sich in absoluten Zahlen auch höhere Abschreibungen, doch bleibt der Zuwachs in Relation zum unterstellten Umsatz- und EBITDA-Wachstum nur moderat.

Kräftiger Anstieg der EBIT-Marge

Aus der Kombination der angenommenen EBITDA- und Abschreibungsverläufe ergibt sich ein deutliches Wachstum des Konzern EBIT von 2,6 Mio. Euro in diesem Jahr auf 17,9 Mio. Euro zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums. Dies korrespondiert mit einer Zunahme der EBIT-Marge von 4,3 auf 15,6 Prozent.

Terminal Value mit Sicherheitsabschlag

Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2023 bis 2030 zeigt die nachfolgende Tabelle, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang. Für die Ermittlung des Terminal Value als Gegenwartswert der Cashflows ab 2031 haben wir einen 25-prozentigen Sicherheitsabschlag auf die Ziel-EBIT-Marge des Jahres 2030 vorgenommen und kalkulieren folglich mit einer EBIT-Marge von 11,7 Prozent. Der Sicherheits-

Mio. Euro	**12 2023**	**12 2024**	**12 2025**	**12 2026**	**12 2027**	**12 2028**	**12 2029**	**12 2030**
Umsatzerlöse	59,1	63,4	74,6	84,6	90,5	97,8	105,9	114,9
Umsatzwachstum		7,1%	17,8%	13,4%	7,0%	8,0%	8,3%	8,5%
EBIT-Marge	4,3%	2,0%	7,1%	12,1%	12,5%	13,2%	13,8%	15,6%
EBIT	**2,6**	**1,2**	**5,3**	**10,3**	**11,3**	**12,9**	**14,6**	**17,9**
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,8	0,4	1,6	3,1	3,4	3,9	4,4	5,4
NOPAT	**1,8**	**0,9**	**3,7**	**7,2**	**7,9**	**9,0**	**10,3**	**12,5**
+ Abschreibungen & Amortisation	3,1	3,2	5,2	5,2	5,3	5,4	5,5	4,5
+ Zunahme langfr. Rückstellun-	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	5,2	4,3	9,2	12,7	13,5	14,7	16,0	17,3
- Zunahme Net Working Capital	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0
- Investitionen AV	21,0	-41,5	-11,1	-1,3	-1,4	-1,5	-1,6	-1,7
Free Cashflow	**25,7**	**-37,7**	**-2,6**	**10,7**	**11,4**	**12,3**	**13,5**	**14,6**

SMC Schätzmodell

abschlag fällt nun höher aus als bisher (10 Prozent), was wir angesichts der im Vergleich mit bisherigen Schätzungen nun etwas offensiveren Margenannahmen im Detailprognosezeitraum für gerechtfertigt halten. Unverändert kalkulieren wir ab 2031 mit einem „ewigen" Cashflow-Wachstum von 1 Prozent p.a.

Diskontierungszins

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital). Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Für den sicheren Zins orientieren wir uns an der deutschen Umlaufrendite und setzen hierfür 2,5 Prozent an und für die Marktrisikoprämie ziehen wir den Durchschnittswert für Deutschland heran, der aktuell bei 5,8 Prozent liegt (Quelle: Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 81 countries in 2020). In Kombination mit einem Beta von 1,1 ergibt das Eigenkapitalkosten von 8,9 Prozent. Bei einem FK-Zins von 5,0 Prozent und einem wegen des nun berücksichtigten Repowering-Projekts von zuvor 20 auf 30 Prozent erhöhten Zielfremdkapitalanteils sowie einem Steuersatz für den Tax-Shield von 30 Prozent resultiert hieraus ein WACC-Satz von 7,3 Prozent (zuvor: 7,8 Prozent).

Kursziel: 6,20 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 7,3 Prozent) ergibt sich aus diesen Annahmen ein Marktwert des Eigenkapitals (nach Minderheitsanteilen) in Höhe von 227,4 Mio. Euro bzw. 6,20 Euro je Aktie, woraus wir das gleichlautende, neue Kursziel von 6,20 Euro ableiten. Da ein Großteil des aktuellen Wertes auf das nicht betriebsnotwenige Vermögen entfällt, welches mit der angekündigten Dividende massiv reduziert werden wird, nennen wir auch explizit das Kursziel ex-Dividende, das wir derzeit bei 3,00 Euro sehen. Dabei bleibt zu beachten, dass unsere Schätzungen ausschließlich auf der Projektion der organischen Entwicklung beruhen und dass folglich Beiträge aus dem Beteiligungsgeschäft der Holding, das sich in der Vergangenheit als ausgesprochen wertschöpfend erwiesen hat, darin nicht enthalten sind.

Leicht erhöhtes Schätzrisiko

Ergänzend zur fundamentalen Ableitung des fairen Wertes schätzen wir das Prognoserisiko auf einer Skala von 1 (sehr niedrig) bis 6 (sehr hoch) ein. Grundsätzlich verfolgt 3U in den meisten Beteiligungen etablierte Geschäftsmodelle, die sich seit Jahren bewährt haben. Allerdings setzt unser Modell für die Zukunft einige Entwicklungen voraus, deren Eintrittswahrscheinlichkeit relativ unsicher ist. Dazu gehören u.a. das weitere Wachstumstempo und noch viel mehr die Margenentwicklung bei Selfio, der Markterfolg der neuen Managed-Services-Aktivitäten und die plan- und budgetgemäße Umsetzung des Repowering-Projekts des Windparks in Langendorf. In Summe halten wir deswegen die Einstufung der Prognoseunsicherheit als leicht erhöht für angemessen und vergeben vier von maximal sechs möglichen Risikopunkten.

Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse haben wir die Inputparameter WACC und ewiges Wachstum variiert. Der dabei errechnete faire Wert liegt zwischen 5,47 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 8,3 Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 7,59 Euro im optimistischsten Fall.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
WACC	**2,0%**	**1,5%**	**1,0%**	**0,5%**	**0,0%**
6,3%	7,59	7,21	6,89	6,64	6,42
6,8%	7,06	6,76	6,51	6,31	6,13
7,3%	6,64	6,40	**6,20**	6,02	5,88
7,8%	6,29	6,09	5,93	5,78	5,66
8,3%	5,99	5,83	5,69	5,57	5,47

Fazit

Mit dem letztjährigen Verkauf des Softwareunternehmens weclapp, welches sowohl die Strategie als auch die äußere Wahrnehmung des 3U-Konzern in den letzten Jahren maßgeblich bestimmt hatte, hat 3U eine Phase der Unternehmensentwicklung mit einem aufsehenerregenden Erfolg beendet. Mit der Transaktion wurde ein Gewinn von über 140 Mio. Euro erzielt, wodurch sich 2022 sowohl der Konzerngewinn als auch der Cashflow vervielfacht haben. Mit einem Jahresüberschuss von 159 Mio. Euro und einem Free-Cashflow von 164 Mio. Euro wurden Niveaus nicht nur weit oberhalb der Durchschnittswerte der Vorjahre, sondern auch weit über dem Konzernumsatz erzielt.

So außergewöhnlich der weclapp-Deal im Hinblick auf die erzielte Gewinnhöhe auch war, er war nicht die einzige Transaktion der letzten Jahre, die 3U mit einem hohen Gewinn abschließen konnte. Mit Verkäufen von Windparks, Immobilien und Beteiligungen hat die 3U-Führung bereits mehrfach gezeigt, dass sie es sehr gut versteht, sich bietende Gelegenheiten für wertschaffende Transaktionen zu identifizieren und zu nutzen. Diese erwiesene Expertise sehen wir als das wichtigste Asset der Gesellschaft, weswegen wir zuversichtlich sind, dass 3U auch in Zukunft in der Lage sein wird, die sehr hohe Liquidität, die dem Unternehmen auch nach der Ausschüttung der angekündigten Rekorddividende verbleiben wird, erfolgsbringend zu investieren.

Doch auch das aktuelle Portfolio, welches bisher im Schatten von weclapp gestanden hatte, bietet noch große Potenziale. Wir sehen in allen drei adressierten Segmenten (ITK, Erneuerbare Energien und SHK) gute Chancen für starkes Umsatzwachstum und steigende Margen und haben dies in unserem Schätzszenario abgebildet. Auf dieser Grundlage sehen wir den fairen Wert nun bei 6,20 Euro (bzw. bei 3,00 Euro ex-Dividende) und bestätigen unser bisheriges Urteil „Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
AKTIVA									
I. AV Summe	34,1	32,1	69,5	74,6	69,8	64,9	60,2	55,4	51,7
1. Immat. VG	2,3	2,1	1,8	1,7	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1
2. Sachanlagen	31,0	29,2	66,9	72,1	67,4	62,7	58,1	53,4	49,8
II. UV Summe	209,5	98,3	104,4	99,9	105,5	109,1	112,6	116,1	119,1
PASSIVA									
I. Eigenkapital	211,2	98,7	96,7	96,1	99,0	100,0	101,3	102,8	105,3
II. Rückstellungen	2,0	2,3	2,5	2,8	3,1	3,3	3,6	3,9	4,2
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	18,5	17,3	58,5	59,1	56,4	53,5	50,3	46,8	42,9
2. Kurzfristiges FK	11,9	12,1	16,1	16,5	16,8	17,2	17,6	18,0	18,5
BILANZSUMME	**243,6**	**130,4**	**173,9**	**174,5**	**175,3**	**174,0**	**172,8**	**171,4**	**170,8**

GUV-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	62,7	59,1	63,4	74,6	84,6	90,5	97,8	105,9	114,9
Rohertrag	30,9	22,2	22,6	30,1	36,5	39,2	42,5	46,3	50,7
EBITDA	165,6	6,6	5,3	11,4	16,4	17,5	19,1	21,0	23,2
EBIT	161,1	2,6	1,2	5,3	10,3	11,3	12,9	14,6	17,9
EBT	161,0	4,5	2,4	4,4	9,2	10,5	12,2	14,2	17,7
JÜ (vor Ant. Dritter)	159,4	3,2	1,7	3,1	6,4	7,3	8,6	9,9	12,4
JÜ	159,0	3,0	1,5	2,9	6,3	7,2	8,4	9,8	12,2
EPS	4,33	0,08	0,04	0,08	0,17	0,20	0,23	0,27	0,33

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CF operativ	16,5	6,9	5,4	8,7	12,0	13,0	14,2	15,7	17,0
CF aus Investition	147,8	-2,0	-41,5	-11,1	-1,3	-1,4	-1,5	-1,6	-1,7
CF Finanzierung	12,6	-116,8	41,3	-3,0	-6,3	-9,2	-10,5	-12,0	-13,7
Liquidität Jahresanfa.	12,7	189,7	77,8	83,1	77,6	82,2	84,5	86,8	88,9
Liquidität Jahresende	189,7	77,8	83,1	77,6	82,2	84,5	86,8	88,9	90,5

Kennzahlen

Prozent	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzwachstum	12,0%	-5,6%	7,1%	17,8%	13,4%	7,0%	8,0%	8,3%	8,5%
Rohertragsmarge	49,4%	37,5%	35,7%	40,3%	43,2%	43,3%	43,5%	43,8%	44,1%
EBITDA-Marge	264,3%	11,1%	8,3%	15,2%	19,4%	19,4%	19,6%	19,9%	20,2%
EBIT-Marge	257,1%	4,3%	2,0%	7,1%	12,1%	12,5%	13,2%	13,8%	15,6%
EBT-Marge	256,9%	7,6%	3,8%	5,8%	10,8%	11,6%	12,5%	13,4%	15,4%
Netto-Marge (n.A.D.)	253,8%	5,1%	2,4%	3,9%	7,4%	7,9%	8,6%	9,3%	10,6%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber
sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster
Internet: www.sc-consult.com

Telefon: +49 (0) 251-13476-94
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst
Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

Charts
Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

I) Interessenkonflikte

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt

2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt

3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt

4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)

6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studienerstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie

7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studienerstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.

8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studienerstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde

9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH

10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3),

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 02.05.2023 um 7:46 Uhr fertiggestellt und am 02.05.2023 um 8:20 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:
http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem in dieser Studie analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
15.03.2023	Buy	5,70 Euro	1), 3)
02.03.2023	Buy	5,50 Euro	1), 3), 4)
15.11.2022	Buy	5,60 Euro	1), 3), 4)
12.09.2022	Buy	5,50 Euro	1), 3), 4)
18.08.2022	Buy	3,60 Euro	1), 3), 4)
16.05.2022	Buy	3,70 Euro	1), 3)
13.04.2022	Buy	3,70 Euro	1), 3), 4)
17.11.2021	Hold	4,40 Euro	1), 3), 4)
31.08.2021	Buy	3,80 Euro	1), 3), 4)
19.05.2021	Hold	3,50 Euro	1), 3), 4)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Zwei Updates und zwei Research-Comments

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

Haftungsausschluss
Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsaussagen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommenen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright
Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.